

**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET**



**DIPLOMSKI RAD**

**ANALIZA USPJEŠNOSTI SPAJANJA I  
PRIPAJANJA U HRVATSKOJ GOSPODARSKOJ  
PRAKSI**

**Mentor:**

**prof. dr. sc. Ivan Pavić**

**Student: Mate Gotovac**

**Broj indeksa: 2152592**

**Split, kolovoz 2018.**

## SADRŽAJ:

1. UVOD .....	4
1.1. Definicija problema .....	4
1.2. Cilj rada .....	7
1.3. Metode rada .....	7
1.4. Struktura diplomskog rada.....	8
2. TEORIJSKE ZNAČAJKE SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA .....	10
2.1. Definiranje i oblici integracija poduzeća.....	10
2.2. Tipologija integracija poduzeća.....	14
2.2.1. Spajanja, pripajanja i preuzimanja.....	15
2.2.2. Većinska ili manjinska spajanja i pripajanja.....	18
2.2.3. Prijateljska i neprijateljska spajanja i pripajanja.....	21
2.2.4. Srodna ili nesrodna spajanja i pripajanja .....	21
2.3. Međunarodna spajanja i pripajanja poduzeća.....	22
2.4. Zakonski okvir spajanja i pripajanja poduzeća.....	28
2.5. Povijesni pregled spajanja i pripajanja poduzeća .....	31
3. USPJEŠNOST SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA.....	36
3.1. Motivi i razlozi spajanja i pripajanja .....	36
3.2. Koristi od spajanja i pripajanja poduzeća.....	37
3.3. Alternative spajanju i pripajanju poduzeća .....	43
3.4. Rizici spajanja i pripajanja poduzeća .....	44
3.5. Postupak i faze spajanja i pripajanja.....	48
3.5.1. Predintegracijska faza .....	48
3.5.2. Integracijska faza.....	49
3.5.3. Postintegracijska faza .....	50
3.6. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja .....	51

3.6.1.	Mjere na temelju kretanja cijene dionica (prinos dioničara).....	51
3.6.2.	Mjere na temelju računovodstvenih i financijskih podataka (EBITDA) .....	52
3.6.3.	Mjere na temelju ekonomske dodane vrijednosti (EVA metoda) .....	53
3.6.4.	Prethodna istraživanja modela mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja.....	54
4.	OCJENA USPJEŠNOSTI SPAJANJA I PRIPAJANJA.....	56
4.1.	Pojmovna, prostorna i vremenska definicija uzorka .....	56
4.2.	Metodologija i opis analiziranih varijabli.....	58
4.3.	Analiza uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća primjenom metoda prinosa dioničara, EBITDA i EVA metode.....	59
4.4.	Interpretacija dobivenih rezultata .....	67
5.	ZAKLJUČAK .....	68
	LITERATURA.....	69
	POPIS SLIKA .....	77
	POPIS TABLICA.....	78
	POPIS GRAFIKONA .....	79
	SAŽETAK.....	80
	ABSTRACT .....	81

# 1. UVOD

## 1.1. Definicija problema

Spajanje (statutarna konsolidacija) postupak je u kojemu dva ili više društava osnivaju novo na kojeg prenose ukupnu imovinu i time prestaju postojati bez provođenja likvidacije, a članovi tih društava u zamjenu za dionice/udjele u temeljnom kapitalu (što su imali u društvima koja su prestala postojati) dobivaju dionice/udjele u temeljnom kapitalu novog društva. Pripajanje (fuzija) postupak je u kojemu jedno ili više društava prenose ukupnu imovinu drugome društvu i tako prestaju postojati bez provođenja likvidacije, a članovi društva u zamjenu za vlastite dionice/udjele u temeljnom kapitalu (što su ih imali u društvu koje prestaje postojati) dobivaju dionice/udjele u temeljnom kapitalu društva koje ih preuzima.<sup>1</sup>

Prema Grgić, Filipović, Grgić<sup>2</sup> globalizacijski procesi za posljedicu doveli su do spajanja i pripajanja poduzeća uslijed kojih poduzeća ulažu svoj kapital u druga poduzeća radi osvajanja novih tržišta, smanjivanja troškova, povećanja prihoda, efikasnosti, konkurentnost i slično. Prema Škufčić i Šokčević<sup>3</sup> veći broj spajanja odvijao se u onim industrijama gdje su efekti ovih aktivnosti vodili značajnijem povećanju profita, kao što su: bankarstvo, telekomunikacije, hotelijerstvo te naftna industrija. Razlikuju se po zemljama s obzirom na brojnost i vrijednost, ali i unutar samih država s obzirom na intenzitet.

Prema Čulinović–Herc i Zubović<sup>4</sup> nakon pristupanja Republike Hrvatske EU-u, hrvatska su se trgovačka društva suočila s izazovima korporativnog pregrupiranja provođenjem integracija društava. Otvorila se mogućnost širenja utjecaja trgovačkih društava iz država članice EU-a

---

<sup>1</sup> Vukšić, Z. (2016): Porezno i računovodstveno motrište prijenosa poslovanja, POREZNI VJESNIK, 25 (6), str.98-120.

<sup>2</sup> Grgić, M., Filipović, D., Grgić, K. (2017): VAŽNOST KOMUNIKACIJE U PROCESU SPAJANJA I PREUZIMANJA PODUZEĆA: EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE U BELGIJI, ČEŠKOJ, FRANCUSKOJ, MAĐARSKOJ I REPUBLICI HRVATSKOJ, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 15(1), str. 15-26.

<sup>3</sup> Škuflić, L., Šokčević, S. (2016): UČINCI PREUZIMANJA I SPAJANJA PODUZEĆA U HRVATSKOM GOSPODARSTVU, Knowledge based sustainable economic development, International scientific conference - ERAZ 2016, Beograd, Srbija, str.97-107.

<sup>4</sup> Čulinović-Herc, E., Zubović, A. (2015): Analiza postupaka preuzimanja u poslijepristupnom periodu i uočena regulatorna pitanja, PRAVNI ASPEKTI KORPORATIVNIH AKVIZICIJA I RESTRUKTURIRANJE DRUŠTAVA UTEMELJENIH NA ZNANJU, rad u pripremi br.2, HRZZ PROJEKT 9366/2015., [Internet], raspoloživo na: <http://www.croatiamergers.eu/wp-content/uploads/2015/10/Analiza-postupaka-preuzimanja-u-poslijepristupnom-periodu-i-uo%C4%8Dena-regulatorna-pitanja.pdf> [02.02.2018]

na domaće tržište i obrnuto, kao dvosmjernan proces. Prema Cirkveni<sup>5</sup> pripajanja i spajanja društava kapitala predstavljaju jedno od složenijih područja računovodstvene teorije i prakse, a provode se sukladno propisima o trgovačkim društvima, računovodstvenim i poreznim propisima.

Prema Matiću, Bilasu i Bači<sup>6</sup> uspješnost preuzimanja i spajanja moguće je analizirati prema različitim oblicima spajanja i preuzimanja, načinu na koji se provode ili faktorima koji utječu na spajanje i preuzimanje, primjerice, da li se radi o domaćem ili međunarodnom preuzimanju, prema načinima financiranja spajanja ili preuzimanja, prema tome tko provodi spajanje ili preuzimanje (poduzeća, menadžment ili zaposleni), veličini poduzeća kupca, veličini preuzimanog poduzeća, te relativnom odnosu veličina kupca i preuzimanog poduzeća, načinu prikupljanja podataka o meti preuzimanja (da li je spajanju i preuzimanju prethodio strateški savez, da li je i kako provedeno dubinsko snimanje), akvizicijskom iskustvu, motivima za spajanje i preuzimanje, da li je spajanje i preuzimanje prijateljsko ili neprijateljsko, da li je preuzimano poduzeće u javnom ili privatnom vlasništvu itd.

Postoje brojne metode koje se koriste za mjerenje uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća, većina metoda ima svoje prednosti, ali i svoje nedostatke. Karakteristično za mjerenje uspješnosti spajanja i pripajanja je da većina mjera se temelji na analiziranju kratkoročnih efekata spajanja i pripajanja, suprotno postoji oskudniji broj radova i mjera koje promatraju dugoročne efekte spajanja i pripajanja na poduzeća i njihovu uspješnost. Prema Wallace i Moles<sup>7</sup> dugoročne analize su složenije i nisu jasno definirane, jer dugoročni učinak spajanja i pripajanja može ovisiti o širokom rasponu varijabli koje utječu na konačan rezultat analize. Wang i Moini<sup>8</sup> navode da postoji širok raspon varijabli koji utječu na rezultate analiza: rizici, šokovi na tržištu, promjene računovodstvenih standarda, računovodstvene politike i

---

<sup>5</sup> Cirkveni, T. (2008): Računovodstvo pripajanja i spajanja društava s ograničenom odgovornošću, RAČUNOVODSTVO, REVIZIJA I FINACIJE, (10)

<sup>6</sup> Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, XXIV(1), str. 11-32.

<sup>7</sup> Wallacew, W., Moles, P. (2016): MERGERS AND AQUISITIONS, Edinburgh Business School, Heriot-Watt University Edinburgh, United Kingdom

<sup>8</sup> Wang, D., Moini, H. (2012): Performance assessment of mergers and acquisitions: Evidence from Denmark, E-Leader Berlin-2012, Berlin, Njemačka, str.1-15.

transparentnost izvještavanja i slično. Pervan, Višić i Barnjak<sup>9</sup> pak predlažu korištenje više tehnika u procjeni uspješnosti kao i proučavanja korelacija između rezultata dobivenih različitim tehnikama, kako bi se mogli utvrditi čimbenici koji utječu na uspjeh/neuspjeh spajanja i pripajanja poduzeća. Ovaj rad bazirat će se na analizi uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća u Republici Hrvatskoj. Prema provedenom istraživanju postoji problematika u procesu postavljanja pravilnih mjera mjerenja efekata uspješnosti spajanja i pripajanja, kao i uključivanju efekata koji utječu na konačan rezultat analiza. Za ocjenu uspješnosti koristit će se metode prinosa dioničara, EBITDA i EVA metode.

Prinos (povrat, rendita) dioničara koja se odnosi na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijene dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju. Operativni novčani tok prije poreza jest zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, te je jednak operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju, te EVA metoda koja uključuje i rizik investicije koji se uračunava u trošak kapitala, ekonomska dodana vrijednost je u biti procijenjena realna dobit za promatranu godinu. Ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženoga kapitala.<sup>10</sup>

Na temelju definiranog problema istraživanja može se izložiti predmet istraživanja diplomskog rada koji se odnosi na analizu utjecaja spajanja i pripajanja na poslovanje poduzeća, odnosno istražiti će se kako spajanja i pripajanja utječu na uspješnost poslovanja hrvatskih poduzeća, koristeći metode mjerenja prikazat će se uspješnost poslovanja prije i nakon postupaka integracije (u kratkom i u dugom roku promatranja).

Na temelju postavljenog problema i predmeta istraživanja postavljene su sljedeće hipoteze diplomskog rada:

H1: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces bolja je nakon provedenog spajanja i pripajanja.

---

<sup>9</sup> Pervan, M., Višić, J., Barnjak, K. (2015): The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia, *Procedia Economics and Finance*, (23), str. 1451-1456.

<sup>10</sup> Matic, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): str. 11-32.

H2: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces spajanja i pripajanja postaje bolja s odmakom vremena.

Različitosti u uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća u Republici Hrvatskoj mogu proizaći iz pojedinačne industrije u odnosu na druge, uspješnosti u inovativnosti, broju zaposlenih, komunikaciji među zaposlenim, starosti poduzeća i nekim drugim činiteljima.

## **1.2. Cilj rada**

Osnovni cilj istraživanja ovog rada je utvrditi utjecaj procesa spajanja i pripajanja na poslovanje poduzeća i njihov položaj na tržištu. Također, utvrdit će se i postojeći problemi vezani za spajanja i pripajanja poduzeća te će se predložiti moguća rješenja navedenih problema kako bi se što efikasnije postupak spajanja i pripajanja provodio u budućnosti.

Ovim radom se se nastoje utvrditi i drugi ciljevi:

- utvrditi postoji li razlika u uspješnosti spajanja i pripajanja pojedinačnih industrija u odnosu na druge,
- utvrditi razloge spajanja i pripajanja poduzeća
- utvrditi koji činitelji utječu na uspješnost spajanja i pripajanja.

## **1.3. Metode rada**

Prema Zeleniki<sup>11</sup> metode istraživanja obuhvaćaju sve postupke i procese koji se koriste u znanstvenom istraživačkom radu u svrhu pronalaska rezultata istraživanja unutar određenog znanstvenog područja. Tokom istraživanja koriste se primarni ili sekundarni podaci. Prema Zeleniki<sup>12</sup> sekundarni podaci su oni koji su prikupljeni za potrebe drugog ili iz ranijeg istraživanja s nekom drugom svrhom. Ovo istraživanje koristi sekundarne podatke, upravo radi njihove lake dostupnosti i objektivnosti. U ovom radu koristiti će se sljedeće metode istraživanja:

- Metoda komparacije - postupak uspoređivanja istih ili sličnih pojava ili činjenica te utvrđivanja njihovih sličnosti

---

<sup>11</sup> Zelenika, R.(2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, [Internet], raspoloživo na: <https://www.scribd.com/doc/24126027/Metodologija-i-Tehnologija-Ratko-Zelenika>[02.02.2018]

<sup>12</sup> Zelenika, R. (1998): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka

- Metoda klasifikacije je sistematska i potpuna podjela općeg pojma na posebne koje taj pojam obuhvaća
- Metoda dedukcije i metoda indukcije kojom će se donijeti određeni zaključci i tvrdnje;
- Metoda analize predstavlja postupak znanstvenog istraživanja i objašnjenja stvarnosti putem raščlanjivanja složenih misaonih pojmova, sudova i zaključaka na njihove jednostavnije sastavne dijelove i elemente, te izučavanje svakog dijela zasebno i u odnosu na cjelinu
- Metoda sinteze je postupak znanstvenog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem spajanja i sastavljanja jednostavnih misaonih pojmova u složene, povezujući izdvojene elemente, pojave i procese u jedinstvenu cjelinu u kojoj su svi dijelovi povezani
- Statistička metoda je induktivnogeneralizatorska metoda jer se na temelju obilježja određenog broja elemenata izvode generalni zaključci o prosječnoj vrijednosti obilježja, njihovoj devijaciji od neke sredine u cijeloj masi ili skupini pojava
- Metoda deskripcije – postupak jednostavnog opisivanja ili ocrtavanja činjenica, procesa i predmeta u prirodi i društvu, te njihovih empirijskih potvrđivanja odnosa i veza, ali bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja
- Metoda kvantitativne analize – metoda kojom će se koristiti pri izračunavanju vrijednosti u empirijskom dijelu rada
- Metoda obrade podataka
- Eksterno istraživanje – obuhvaća kvalitativnu analizu odabranog slučaja.
- Metoda studija slučaja – proučavanje pojedinog slučaja iz određenog znanstvenog područja.

#### **1.4. Struktura diplomskog rada**

Diplomski rad je podijeljen u pet poglavlja. U prvom dijelu rada su definirani problem i predmet istraživanja. Postavljena je glavna i alternativna hipoteza te je objašnjen cilj istraživanja. Navedene su metode koje su korištene u istraživanju i doprinos istraživanja. Na samom kraju poglavlja prikazana je struktura diplomskog rada.

Drugo poglavlje definira pojam integracija poduzeća te vrste spajanja i pripajanja poduzeća. Također, objašnjava se i definira pojam međunarodnih spajanja i pripajanja. Prikazuje se i regulatorni zakonski okvir koji obuhvaća i međunarodne zakone vezane za spajanja i



pripajanja. Prikazuje se i povijesni pregled razvoja spajanja i pripajanja poduzeća u Hrvatskoj i ostatku svijeta.

U trećem poglavlju opisat će se motivi i razlozi spajanja i pripajanja te postupak, odnosno faze spajanja i pripajanja poduzeća. Također, navode se i metode mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja koje će se koristiti u empirijskom dijelu rada, odnosno metoda prinosa dioničara, EBITDA i EVA metoda. Navode se, također, i dosadašnja istraživanja vezana za uspješnost spajanja i pripajanja, prema kojem su i odabrani modeli za empirijski dio rada.

Četvrto poglavlje je empirijski dio rada gdje će se analizirati prikupljeni podaci, te je izvršena ocjena uspješnosti pripajanja i spajanja poduzeća na osnovu metoda prinosa dioničara, EBITDA i EVA metoda. Nakon obrade podataka objašnjeni su dobiveni rezultati.

U petom poglavlju diplomskog rada iskazana su zaključna razmatranja iz provedenog istraživanja. Također navodi se popis literature korišten u radu, kao i popis slika i tablica. Na kraju rada se nalazi sažetak diplomskog rada na hrvatskom i engleskom jeziku.

## 2. TEORIJSKE ZNAČAJKE SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA

### 2.1. Definiranje i oblici integracija poduzeća

Spajanja i akvizicije nastaju kada se pogonska poduzeća stapaju ili preuzimaju kontrolu (akvizicije) cjelokupnog ili djelomičnog poslovanja drugih poduzeća. Međunarodna spajanja i akvizicije ona su spajanja i akvizicije stvorena između poduzeća različitog nacionalnog podrijetla ili zemalja domaćina. Spajanje je kombinacija dvaju ili više pogona u stvaranju zajedničkih ciljeva. Jednom, kada su pogoni povezani, kupljena kompanija može prestati postojati, tako da kompanija kupac integracije preuzme aktivu i pasivu kupljene kompanije (zakonsko spajanje) ili da kupljena kompanija postane stopostotna podružnica matične kompanije (područno spajanje).

Isto se tako dvije kompanije ili više njih mogu udružiti da bi osnovale potpuno novu kompaniju. U tom slučaju sve kompanije sudionice spajanja prestaju postojati, a njihovi dioničari postaju dioničarima nove kompanije (konsolidacija). Inače, kompanija kupac može kupiti dio dionica ili imovine ciljne kompanije i povezati to sa svojim pogonima. Spajanja i akvizicije dopuštaju poduzećima brz ulazak na posebna tržišta preuzimanjem kontrole nad proizvodnim objektima i nematerijalnom imovinom.<sup>13</sup>

Pri spajanju povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu, zajedničku tvrtku, a prijašnja samostalna poduzeća prestaju postojati. Ime novostvorenog poslovnog subjekta najčešće preuzima imena dotada samostalnih kompanija. Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije.<sup>14</sup>

Dosadašnja su iskustva pokazala da veliki broj spajanja i akvizicija završava neuspjehom. Izrazito je važno da se prilikom njihove provedbe kompanije pridržavaju ovih pravila:

- Odabir prikladnog ciljnog partnera. U slučaju međunarodnih spajanja i akvizicija pronalazak pravoga partnera ponešto je olakšan, ali uključuje postojanje brojnih drugih elemenata koje je potrebno uzeti u obzir.
- Podrobno istraživanje tržišne pozicije potencijalnog partnera.
- Pokušaj određivanja kompatibilnosti kulture tvrtki i njihovog menadžmenta.

---

<sup>13</sup> Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi Ekonomski pregled, 57(1-2), str. 64-79

<sup>14</sup> Tipurić, D., Markulin, G. (2002): Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentne prednosti, Sinergija, Zagreb 2002, str. 16.

- Određivanje nove strukture organizacije nakon provedenoga spajanja ili akvizicije.
- Zaštita ključnih resursa ciljne kompanije. Ne smije se dopustiti da resursi na osnovi kojih je ciljna kompanija izgradila svoju tržišnu poziciju postanu nedostupni nakon provedenog spajanja ili akvizicije.
- Procjena vrijednosti dionica. Organizacija koja inicira spajanje ili akviziciju mora biti sigurna da će joj njezina procjena vrijednosti ciljne kompanije osigurati odgovarajući povrat na investiciju. Radi se o najvažnijem koraku koji prethodi spajanjima i akvizicijama.
- Planiranje integracije. Pošto je integracijski proces zaista proveden, potrebno je pomnivo isplanirati nov način poslovanja pripojenih kompanija<sup>15</sup>.

Proučavajući brojne literature i autore koji se bave područjem preuzimanja poduzeća, utvrđeno je da postoje određene razlike u definicijama spajanja i preuzimanja. Uz pojam spajanja se u većini slučajeva veže i povezivanje više poduzeća u jedno poduzeće, no s različitim imenom. Pojam spajanja također definiraju ovisno o tome na koji način poduzeća koja su se spajala dalje nastavljaju raditi, da li nakon spajanja osnivaju novo poduzeće ili jedno poduzeće nastavlja postojati, a drugo mu se samo pripaja.

Tako Ziegenbain definira fuziju (spajanje) kao „dvije prethodno pravno i ekonomski neovisne tvrtke koje se udruže u jedno poduzeće.”<sup>16</sup> U daljnjem tekstu Ziegenbain spominje da takvo udruživanje može uslijediti na način pripajanja ili spajanja. Pod pripajanjem podrazumijeva da poduzeće i dalje postoji, dok se kapital drugog poduzeća prenosi na poduzeće koje se nastavlja, a pod spajanjem misli da tvrtke prilikom spajanja prenose svoj kapital na poduzeće koje se osniva.

Za razliku od Ziegenbain-a, Van Horne spajanje definira kao „kombinaciju dvaju poduzeća od kojih je samo jedno opstalo. Pripojeno poduzeće prestaje postojati, a svoja potraživanja i dugovanja prepušta novonastalom poduzeću.”<sup>17</sup> U daljnjem tekstu Van Horne spajanje uspoređuje s konsolidacijom koja predstavlja kombinaciju dvaju ili više poduzeća čijim spajanjem nastaje potpuno novo poduzeće.

---

<sup>15</sup> Sirower, M. L. (1997): The synergy trap: How companies lose the acquisition game. Free Press, New York,

<sup>16</sup> Ziegenbein, K. (2008): Kontroling. RRiF-plus, Zagreb.

<sup>17</sup> Van Horne, J. C. (1997): Financijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb

S druge strane, Sikavica i Novak spajanje definiraju kao fuziju (engl. merger) koja predstavlja jedan od oblika među organizacijskim odnosima, a nastaje spajanjem dvaju ili više poduzeća te osnivanjem novog trećeg poduzeća.<sup>18</sup> U daljnjem tekstu govori da se iz dvije ranije organizacije kad je fuzija u pitanju osniva jedna nova te da se fuzija u pravilu provodi na prijateljskoj osnovi, a što podrazumijeva dogovor, dok dioničari prijašnjih poduzeća koja su se fuzionirala dobivaju novoizdane dionice novog poduzeća u zamjenu za dionice prijašnjih poduzeća. Kao drugo ime za spajanje, Sikavica i Novak definiraju pojam konsolidacije koji podrazumijeva spajanje dva ili više poduzeća u jedno novo. Ako u spajanje ulaze poduzeća iste ili slične veličine, novonastalo poduzeće često dobiva naziv koji sadrži elemente naziva poduzeća koja su se spojila. Tako je, npr. u velikom spajanju farmaceutskih tvrtki francuskog "Sanofi-Synthelabo" i njemačkog "Aventisa" 2004. godine, novonastali farmaceutski div dobio naziv "Sanofi-Aventis".

Što se tiče pojma preuzimanja, mnogi autori se slažu da ono predstavlja kupnju jednog poduzeća ili nekog njegovog dijela od strane drugog poduzeća, pri čemu postoje odstupanja u razmišljanjima u vezi toga da li preuzeto poduzeće nastavlja samostalno s radom, ili gubi pravnu osobnost te se pripaja roditeljskoj kompaniji.

Ziegenbein definira preuzimanje poduzeća (takeover) ili mergers & acquisitions transakciju (M&A) u kontekstu "ako poduzeće izravnom investicijom stekne drugo poduzeće ili neke njegove dijelove. Pod akvizicijom, tj. kupnjom poslovnih udjela podrazumijeva situaciju u kojoj se preuzeto poduzeće pravno dalje nastavlja."<sup>19</sup> Za razliku od Ziegenbeinove definicije, Sikavica i Novak su dali svoju definiciju prema kojoj „akvizicija (engl. acquisitions) predstavlja pripajanje tj. stjecanje poduzeća koje spada u jedan oblik među organizacijskih odnosa. Kod akvizicije jedna ili više kompanija se pripaja, ili se pripajaju nekoj drugoj kompaniji."<sup>20</sup> U daljnjem tekstu Sikavica i Novak kompaniju kojoj se pripojila druga kompanija nazivaju roditeljskom kompanijom (engl. parent company), a kompaniju koja se pripojila nazivaju podružnicom (engl. subsidiary) koja može i dalje zadržati svoje ime, ali i ne mora pošto postaje integralnim dijelom roditeljske kompanije.

---

<sup>18</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb

<sup>19</sup> Ziegenbein, K. (2008): Kontroling. RRiF-plus, Zagreb

<sup>20</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb

U hrvatskom gospodarstvu dobar primjer međunarodnog preuzimanja je preuzimanje farmaceutske industrije Pliva koju je preuzela strana američka kompanija Barr 2006. godine. Nakon provedenog preuzimanja Pliva je i dalje nastavila raditi kao pravno samostalno poduzeće, no sada je pod kontrolom i nadzorom novog većinskog vlasnika.

Prema Brealeyu, Myersu i Marcusu postoji 3 načina kako jedno poduzeće može preuzeti drugo. Naime, „jedna mogućnost je spajanje dvaju poduzeća u jedno, u kojemu preuzimatelj stječe cjelokupnu imovinu i obveze drugog poduzeća. Pri tome preuzeto poduzeće prestaje postojati, a njegovi bivši dioničari dobivaju novac ili vrijednosnice i poduzeću preuzimatelja. Druga mogućnost za poduzeće koje preuzima je kupovina dionica ciljanog poduzeća za novac, dionice i ostale vrijednosnice, pri čemu preuzeto poduzeće nakon preuzimanja može nastaviti poslovati kao posebni poslovni subjekt, ali u sklopu vlasništva drugog poduzeća tj. preuzimatelja. Treća mogućnost je kupovina imovine ciljanog poduzeća u čijem slučaju se prenosi vlasništvo nad imovinom, a novac od prodaje dobiva poduzeće koje prodaje imovinu, a ne dioničari.”<sup>21</sup>

Ziegenbein ističe da je glavna razlika između preuzimanja i spajanja u tome što kod preuzimanja preuzeto poduzeće pravno samostalno dalje nastavlja s poslovanjem, dok kod spajanja njegova samostalnost u poslovanju nestaje, bez obzira da li se pripaja drugom poduzeću, ili se dva poduzeća spajaju u novo poduzeće. S druge strane, Sikavica i Novak ističu da se u pravilu u spajanje upuštaju poduzeća podjednake veličine, dok u akviziciji postoje velike razlike u veličini poduzeća.

Većina slučajeva akvizicije danas svodi se na pripajanje malih poduzeća velikim. Ono što također navode jest to da kod slučaja spajanja dioničari poduzeća koja su se spojila imaju nadzor nad dionicama novoosnovanog poduzeća, što kod akvizicije i nije slučaj kada se radi o poduzeću koje se pripojilo. Što se tiče slučaja akvizicije, kod njega se obavlja potpuna integracija manje tvrtke u veću dok u slučaju spajanja poduzeća koja su se spojila ne mogu imati veći ili manji broj relativno autonomnih funkcija na mnogim organizacijskim razinama.

Kako bi se uklonile zbunjenosti kod razjašnjavanja terminologije dvaju pojmova kao što su spajanje i preuzimanje, ovdje će se spomenuti i mišljenja Brealeya, Myersa i Marcusa koji

---

<sup>21</sup> Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus A. J. (2007): Osnove korporativnih financija. MATE, Zagreb

spajanje i preuzimanje identificiraju kao „bilo koju poslovnu kombinaciju ili preuzimanje poduzeća gdje u užem smislu spajanje označava kombiniranje cjelokupne imovine i obveza dvaju poduzeća dok kupovina dionica ili imovine drugog poduzeća predstavlja preuzimanje.”<sup>22</sup>

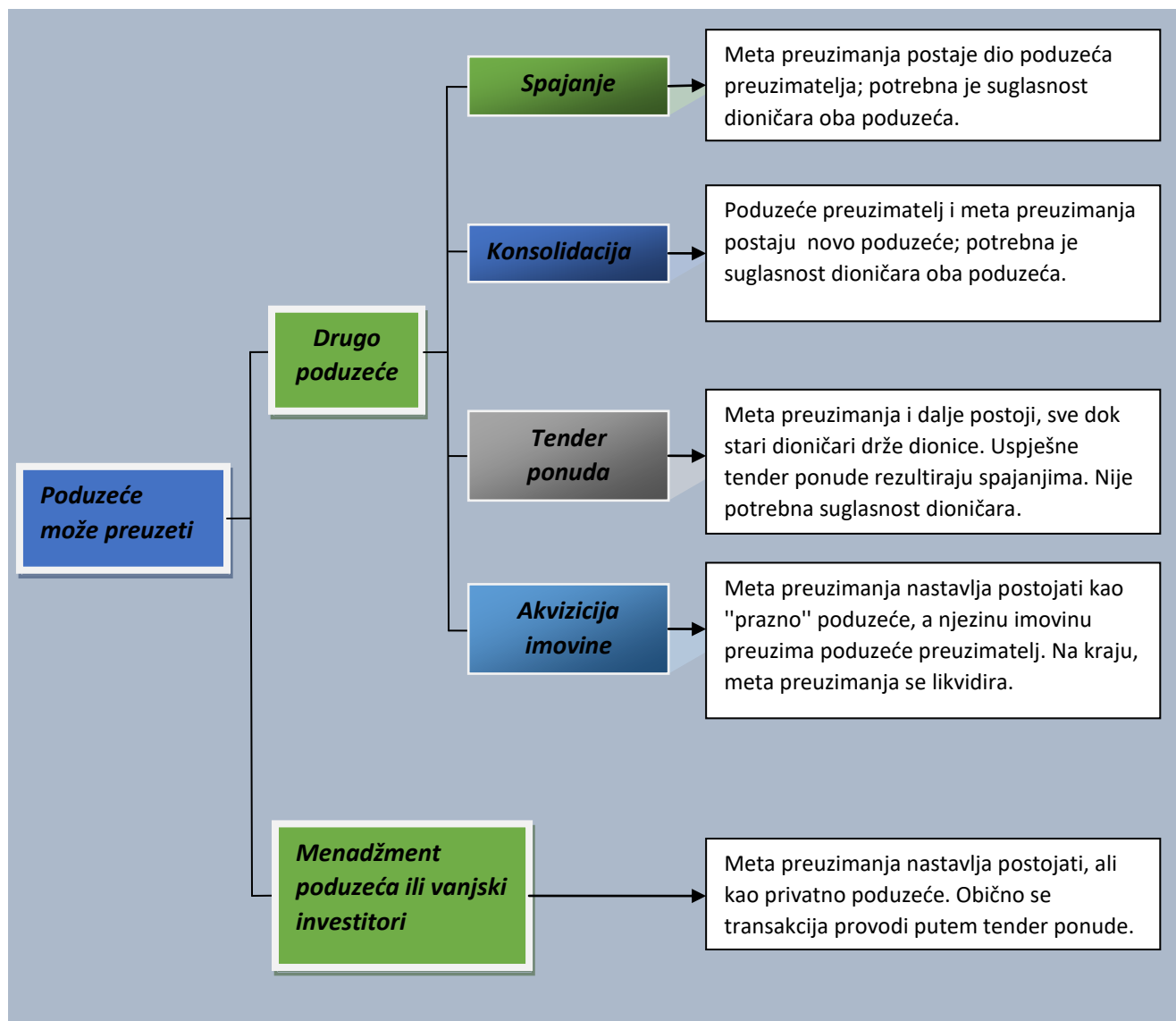
## **2.2. Tipologija integracija poduzeća**

Kada bi se klasificirali slučajevi spajanja i preuzimanja, svrstali bi se u 4 kategorije prema kojima jedno poduzeće može spojiti ili preuzeti drugo poduzeće. Prema Damodaranu<sup>23</sup> to su kategorije spajanja, konsolidacije, tender ponude i akvizicija imovine. Posebni oblik akvizicije predstavlja preuzimanje poduzeća od strane menadžmenta ili vanjskih investitora.

---

<sup>22</sup> Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus A. J. (2007): Osnove korporativnih financija. MATE, Zagreb.

<sup>23</sup> Damodaran, A. Acquisitions and takeovers, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



**Slika 1: Klasifikacija spajanja i preuzimanja**

Izvor: Damodaran, A. Acquisitions and takeovers, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

### 2.2.1. Spajanja, pripajanja i preuzimanja

Spajanja i akvizicije nastaju kada se pogonska poduzeća stapaju (stapanje) ili preuzimaju kontrolu (akvizicije) cjelokupnog ili djelomičnog poslovanja drugih poduzeća. Međunarodna spajanja i akvizicije su ona spajanja i akvizicije koje su stvorene između poduzeća različitog nacionalnog podrijetla ili zemalja domaćina. Spajanje je kombinacija dvaju ili više pogona u stvaranju zajedničkih ciljeva. Jednom, kada su pogoni povezani, kupljena kompanija može prestati postojati, tako da kompanija kupac integracije preuzme aktivu i pasivu kupljene

kompanije (zakonsko spajanje) ili da kupljena kompanija postane stopostotna podružnica matične kompanije (područno spajanje).

Isto se tako dvije kompanije ili više njih mogu udružiti da bi osnovale novu kompaniju. U tom slučaju sve kompanije sudionice spajanja prestaju postojati, a njihovi dioničari postaju dioničarima nove kompanije (konsolidacija). Inače, kompanija kupac može kupiti dio dionica ili imovine ciljne kompanije i povezati to sa svojim pogonima. Spajanja i akvizicije dopuštaju poduzećima brz ulazak na posebna tržišta preuzimanjem kontrole na proizvodnim objektima i nematerijalnom imovinom. Pri spajanju povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu, a prijašnja samostalna poduzeća prestaju postojati. Ime novostvorenog poslovnog subjekta najčešće preuzima imena dotada samostalnih kompanija. Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije.

Akvizicija poduzeća realizira se kupnjom imovine ili vlasničkog udjela preuzetog poduzeća ili pak udruživanjem vlasničkih interesa. Kupac kupuje dionice poduzeća, a time preuzima kontrolu nad upravljanjem preuzetim poduzećem. Vlasništvo nad poduzećem predstavlja i efektivnu kontrolu nad aktivom poduzeća, ali budući da je akvizitor kupio poslovanje u cjelini, ovaj oblik transakcije nosi s njom i sve obveze nastale poslovnim aktivnostima u prošlosti i sve rizike s kojima se poduzeće suočava u svom komercijalnom okruženju. Akvizitor može kupiti dio dionica ili imovine ciljnog poduzeća i povezati to sa svojim pogonima. Spajanja i akvizicije dopuštaju poduzećima brz ulazak na posebna tržišta preuzimanjem kontrole nad proizvodnim objektima i nematerijalnom imovinom.<sup>24</sup>

Često stručnjaci navode da akvizicije treba razlikovati od spajanja. Definicija razlike u pravnom i organizacijskom smislu slijedi u pregledu definicija spajanja ili fuzija nekolicine autora.

Spajanja ili fuzije su oblici poslovne suradnje kada nastaje novi pravni subjekt umjesto ranija dva ili više njih. Najčešće se događa na prijateljskoj osnovi, tj. dogovorom, a dioničari poduzeća koja su fuzionirala dobivaju dionice novonastalog poduzeća u zamjenu za dionice poduzeća predmeta fuzije. U fuziju najčešće ulaze poduzeća slične ili iste veličine i

---

<sup>24</sup> Lazibat T., Batković T., Lulić L. (2006): str. 6



ekonomske snage, tj. ravnopravni partneri, zbog čega i novo poduzeće dobiva naziv koji sadrži elemente naziva poduzeća koja su se fuzionirala.<sup>25</sup>

Spajanje dvaju ili više trgovačkih društava u jedno, primjerice, tako da jedno društvo stekne dionice u dva ili više drugih društava, a dioničarima društava čije su dionice stečene izdaje se primjeren broj dionica u novom društvu. Porezni propisi, općenito, propisuju porezno oslobođenje za transakcije nastale poslovnim spajanjima. Primjeri takvih pogodnosti su prijenosi imovine između spojenih društava po sniženoj poreznoj vrijednosti, zajedno s odgodom poreza na kapitalne dobitke (*capital gainstaxroll-overrelief*) i prijenos gubitaka u trgovini s jednog društva na drugo. Spajanje društava obuhvaća razmjenu dionica po osnovi "papir za papir" i takva je transakcija uobičajeno osnova za odgodu poreza na kapitalne dobitke. Nekim poreznim propisima unaprijed se zahtijeva odobrenje poreznih vlasti za određene transakcije.<sup>26</sup>

Pri spajanju povezuju se cjelokupna poduzeća i stvaraju novu zajedničku tvrtku, a prijašnja samostalna poduzeća prestaju postojati. Ime novostvorenog poslovnog subjekta najčešće preuzima imena do tada samostalnih poduzeća. Spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije.

Preuzimanja ili akvizicije razlikuju se od spajanja po tome što jače poduzeće preuzima nadzor nad tržišno slabijim, koje se s njim spaja. Ime ostaje od jačeg poduzeća, a pripojeno poduzeće postaje njegov sastavni dio. Ponekad preuzeto poduzeće zadržava vlastito ime poslujući unutar nove grupe, no gubi poslovnu samostalnost i umjesto svoje dosadašnje strategije provodi strategiju poduzeća koje ga je preuzelo. Tu se najčešće radi o poduzećima iste industrije, odnosno o dotadašnjim konkurentima.<sup>27</sup>

U užem smislu, akvizicija označava stjecanje nekog poduzeća od strane drugog poduzeća kupnjom njegove cjelokupne imovine ili kupnjom njegove vlasničke glavnice, odnosno većinskog udjela u njegovoj vlasničkoj glavnici. Prilikom kupnje cjelokupne imovine preuzetom poduzeću prestaje kontinuitet poslovanja, odnosno ono se legalno likvidira. U slučaju kupnje cjelokupne vlasničke glavnice preuzetom poduzeću može, također, prestati

---

<sup>25</sup> Leksikon menadžmenta (2001): Masmedia, Zagreb, str. 18,

<sup>26</sup> Moj bankar, [Internet], raspoloživo na: <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/S/Spajanje-poduze%C4%87a> [1. 8. 2018.]

<sup>27</sup> Tipurić, D., Markulin, G. (2002): str. 16

kontinuitet poslovanja. U tom slučaju akvizicija rezultira fuzijom, tj. tada se govori o spajanju. Ako akvizitor ne stekne cjelokupnu vlasničku glavnicu preuzetog poduzeća, preuzeto poduzeće nastavlja s kontinuitetom poslovanja pod kontrolom akvizitora. U tom slučaju postoji opasnost od dvostrukog oporezivanja poslovnog rezultata preuzetog i akviziterskog poduzeća.<sup>28</sup>

Definicije se razlikuju u tome da se spajanjima smatra povezivanje dvaju jednakih poduzeća koja istovremeno prestaju postojati i nastaje novo poduzeće, odnosno pravni subjekt, ali i potpuno preuzimanje nekog poduzeća koje nastavlja poslovati pod imenom poduzeća kupca. U praksi se stvarna spajanja jednakih poduzeća ne događaju često, uglavnom, jedno poduzeće kupuje drugo i dozvoljava preuzetom poduzeću da kao dio sporazuma objavi da se radi o spajanju iako je riječ o čistoj akviziciji. To se događa jer biti kupljen najčešće nosi negativne konotacije pa menadžeri pokušavaju preuzimanje učiniti više primamljivim na način da objavljuju da se radi o spajanju.

Također je važno napomenuti i strateška partnerstva, odnosno udruživanja dvaju poduzeća koja zadržavaju svoju samostalnost, a udružuju se radi ostvarivanja važnih poslovnih ciljeva korištenjem sinergije resursa. Financijski efekt spajanja i akvizicija je takav da se kod spajanja zbraja vrijednost imovine i obveza dok se kod akvizicije vrijednost preuzetog poduzeća ponovno vrednuje te se ta novo utvrđena vrijednost dodaje vrijednosti akvizitora, što može donijeti dodatnu zaradu dioničarima.<sup>29</sup>

### **2.2.2. Većinska ili manjinska spajanja i pripajanja**

Spajanja i preuzimanja drugih poduzeća mogu se razlikovati prema tipu proizvodno-tehnoloških veza između poduzeća nakon povezivanja te prema tome postoje tri osnovna tipa integracija. Prvi tip integracija obuhvaća ona poduzeća koja su međusobno čvrsto povezana, tj. veze između poduzeća koja su međusobno čvrsto povezana mogu biti:

- serijske veze (svako se poduzeće nastavlja na prethodno poduzeće)
- paralelne veze (jedno poduzeće opskrbljuje dva ili više drugih poduzeća)

---

<sup>28</sup> Akvizicija poduzeća, [Internet], raspoloživo na: <http://wmd.hr/rjecnik-pojmovi-a/web/akvizicija-poduzeca/> [1. 8. 2018.]

<sup>29</sup> Thompson, J. (2001): Strategic management, Fourth Edition, London, str. 564

- neposredne povratne veze (tip integracije gdje među poduzećima postoji serijska veza u oba smjera)
- posredne povratne veze (na povratnoj vezi između dva povezana poduzeća interpolira se treće poduzeće koje obavlja neke poslove prije nego se proizvod vrati u prethodnu fazu obrade)
- agregatne veze (više poduzeća iz integracije opskrbljuje jedno poduzeće dijelovima od kojih to poduzeće izrađuje finalne proizvode).<sup>30</sup>

Drugi tip integracija obuhvaća poduzeća koja su međusobno slabije povezana te među njima postoji više ulazno-izlaznih veza. Sama kvaliteta integracija u tom slučaju ovisiti će o intenzitetu međusobnih proizvodno-tehnoloških veza, ali i o brojnosti i intenzitetu veza s poduzećima koja nisu članica te integracije.<sup>31</sup>

Treći tip integracija obuhvaća poduzeća koja su međusobno proizvodno-tehnološki nepovezana, ne surađuju međusobno, svako dobiva ulaz iz okoline, dok svoj output također plasira u okolinu. Tako povezana poduzeća imaju samo vlasnički odnos, a cilj im nije ostvarenje sinergije nego su motivi za spajanja ili preuzimanja drugačije prirode, kao što je npr. slučaj diversifikacije.

Kada ostavimo malo po strani načine kojima su se povezala dva poduzeća, kao i to kakve su proizvodno-tehnološke veze među njima, spajanja i preuzimanja možemo podijeliti u nekoliko osnovnih modela integracije. Ti osnovni modeli integracije su horizontalna i vertikalna integracija (tkz. srodna spajanja i akvizicije), no normalno da postoje i neke podvarijante tih osnovnih modela pa se još može govoriti o integraciji na osnovi podjele asortimana, kružnoj integraciji te konglomeratskoj integraciji.

Prema tome, horizontalna integracija predstavlja povezivanje poduzeća koja proizvode iste ili srodne proizvode. Horizontalne integracije mogu otvoriti putove izlaska na nova tržišta ili pak povećati udio na postojećem tržištu. Tako Weinberg<sup>32</sup> proučavajući horizontalna spajanja i preuzimanja zaključuje da ona rezultiraju povećanjem marketinške snage poduzeća, povećanjem cijena proizvoda, a samim time i smanjenjem blagostanja potrošača. Na njega su

<sup>30</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb

<sup>31</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb

<sup>32</sup> Weinberg, M. (2007): The Price Effects of Horizontal Mergers: A Survey – CEPS, [Internet], raspoloživo na: <http://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/140weinberg.pdf> [2. 8. 2018.]

se nadovezali i Sikavica i Novak koji su istaknuli da „horizontalna integracija omogućuje također i ostvarivanje podjele rada i specijalizacije među članicama integracije, što utječe na smanjivanje troškova proizvodnje pošto se nakon integracije svaka od članica specijalizira za određeni dio odnosno sklop cjelokupnog proizvoda.<sup>33</sup> Što se tiče vertikalne integracije ona predstavlja povezivanje poduzeća koja čine isti proizvodni lanac stvaranja dodane vrijednosti. Svako poduzeće obavlja jednu ili više faza u tom vertikalnom lancu, a moguće su i integracije koje zajedno čine cjelokupni vertikalni lanac, od pribavljanja sirovina do proizvodnje gotovog proizvoda. S pozicije poduzeća koje poduzima spajanje ili preuzimanje te tako sebi priključuje drugo poduzeće i njegove proizvodne face u vertikalnom lancu, razlikuju se dvije vrste vertikalnih integracija:

- vertikalna integracija „prema unaprijed“ (tip integracije kod kojeg poduzeće priključuje sebi proizvodne faze koje slijede nakon njegove proizvodnje)
- vertikalna integracija „prema unatrag“<sup>34</sup> (tip integracije kod kojeg poduzeće koje pokreće integraciju priključuje sebi poduzeća s fazama proizvodnje koje prethode njegovoj proizvodnji).

Tipični su primjeri horizontalnih spajanja i akvizicija ovi: kada je Vodafone Air Touche preuzeo Mannesmann u telekomunikacijama, zatim, kada je British Petroleum preuzeo Amoc u naftnoj industriji i kada je u automobilske industriji Daimler-Benz preuzeo Chrysler. Horizontalna spajanja i akvizicije mogu kupljenoj kompaniji omogućiti veću tržišnu moć i podložni su podrobnom ispitivanju antitrustovskih regulatora. Nesrodna su spajanja i akvizicije (konglomerati) sve ostale vrste transakcija koje se stvaraju između poduzeća različitih struka bez posebne veze među njima (npr. kompanija koja se bavi prehrambenim artiklima kupuje telekomunikacijsku kompaniju ili kompaniju koja se bavi financijama)<sup>35</sup>.

Poduzeće može kupiti više od 50% dionica ciljnog poduzeća (većinska spajanja i akvizicije) ili do 50% dionica (manjinska spajanja i akvizicije). Prvo omogućuje ciljnoj kompaniji učinkovito priključivanje kupljenih pogona u vlastite pogone i potpunu kontrolu nad kupljenom kompanijom. Manjinska su spajanja i akvizicije česta u strateškim udruženjima i partnerstvima sa drugim poduzećima. Udio većinskih spajanja i akvizicija povećan je u

---

<sup>33</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb

<sup>34</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb

<sup>35</sup> Jetto (2002): International Business Alliances, Vol. 8, No.2., 76-81.

posljednjim godinama; to može odražavati promjenu u modelu strateških udruženja s poduzećima koja se sve više koriste nejednakim oblicima strateških udruženja<sup>36</sup>.

### **2.2.3. Prijateljska i neprijateljska spajanja i pripajanja**

Spajanja i akvizicije mogu biti prijateljska ili neprijateljska, ovisno o stavu ili o preporuci uprave ciljnog poduzeća. Ako uprava preporuči prihvatanje ponude za preuzimanje, smatra se da je ponuda prijateljska, no, ako uprava službeno odbije ponudu, preuzimanje se smatra neprijateljskim. Stav uprave ponekad se mijenja za vrijeme pregovora. Prijateljska i neprijateljska spajanja i akvizicije imaju različite mogućnosti pristupa detaljnim finansijskim podacima ciljne kompanije.

U prijateljskoj transakciji kompanija kupac može dobiti te podatke od ciljne kompanije. U prijateljskoj transakciji kompanija kupac može dobiti te podatke od ciljne kompanije, a u neprijateljskoj transakciji kompanija kupac mora se poslužiti informacijama dostupnim javnosti zato što im ciljna kompanija dostavlja samo one informacije koje su zakonom propisane. Primjeri neprijateljskih međunarodnih spajanja i akvizicija stvorenih u posljednjim godinama su Mannesmann (Njemačka) kojeg je kupio Vodafone Air Touch (Velika Britanija) i Bestfoods (SAD) kojeg je kupio Unilever (Velika Britanija).<sup>37</sup>

### **2.2.4. Srodna ili nesrodna spajanja i pripajanja**

Spajanja i akvizicije mogu se klasificirati kao srodne ili nesrodne i to prema relativnoj srodnosti središnjih poslova poduzeća uključenih u transakcije spajanja i akvizicija. Široko gledano, srodna spajanja i akvizicije mogu biti horizontalne ili vertikalne. Transakcija spajanja i akvizicija može se odvijati između konkurenata u istoj industrijskoj grani (horizontalna spajanja i akvizicije kod kojih se povećava tržišni udio te se putem ekonomije obujma ojačava položaj na tržištu). Takva spajanja i akvizicije omogućavaju kupljenom poduzeću veću tržišnu moć pa čak i monopol. Primjer takvih spajanja i akvizicija su INA-MOL i Pliva-Teva. Isto tako transakcija spajanja i akvizicija može se odvijati između poduzeća koja imaju odnos kupac-prodavač (vertikalna spajanja i akvizicije-omogućavaju

---

<sup>36</sup> Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): str. 64-79.

<sup>37</sup> Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): str. 64-79.

nesmetani tok poslovnih procesa od sirovina do prodaje proizvoda te se time bitno smanjuju rizici). Prednost takve povezanosti je smanjenje transakcijskih troškova, a glavni cilj je postizanje jednakomjernijeg i stabilnijeg opsega proizvodnje, izbjegavanje posrednika i dosezanje učinaka sinergije, bolje iskorištenje materijala i energije.<sup>38</sup>

### **2.3. Međunarodna spajanja i pripajanja poduzeća**

Prema Moeller, Schlingemann i Stulz<sup>39</sup>, veličina poduzeća je samostalni faktor koji utječu na uspješnost spajanja i preuzimanja. Proučavajući 12.023 spajanja i preuzimanja u Sjedinjenim Američkim Državama između 1980. i 2001. godine, dolaze do zaključka da mali akviziteri ostvaruju više iznadprosječne povrate nego veliki akviziteri, i to za 2 posto.

Kraussl i Topper<sup>40</sup> su proveli slično istraživanje, pokušavajući dokazati da i za Nizozemska poduzeća također vrijedi kako su iznadprosječni povrati malih akvizitera viši od velikih akvizitera. Njihovo istraživanje, kojim su obuhvatili 269 spajanja i preuzimanja u razdoblju od 1980. do 2003. godine u kojima je kupac nizozemsko poduzeće, pokazuje da mali akviziteri ostvaruju 2,65 posto više povrata od prosjeka tržišta, dok veliki akviziteri ostvaruju samo beznačajnih 0,2 posto više povrata od prosjeka tržišta.

Najnovije istraživanje o utjecaju veličine akvizitera na povrate nakon spajanja i preuzimanja proveli su Dee, Lulseged i Nelson.<sup>41</sup> Istraživanje je provedeno na uzorku 5.562 spajanja i preuzimanja u Sjedinjenim Američkim Državama u razdoblju od 1980. do 2006. godine. Rezultati ovog istraživanja također pokazuju da mali akviziteri povratima nadmašuju velike akvizitere.

Istraživanje Eckba i Thornburna<sup>42</sup>, između ostaloga proučava i utjecaj odnosa u veličini kupca i prodavatelja na uspjeh spajanja i preuzimanja te zaključuje da su isplativija ona spajanja i

---

<sup>38</sup> Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): str. 64-79

<sup>39</sup> Moeller, S. B., Schlingemann F. P., Stulz, R. M. (2004): Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 1., 33-42.

<sup>40</sup> Kraussl, R., Topper, M. (2006): Size Does Matter - Firm Size and the Gains from Acquisitions on the Dutch Market. Vrije Universiteit Amsterdam, [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=929009](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929009) [3. 8. 2018.]

<sup>41</sup> Dee, C. C., Lulseged, A., Nelson, J. (2009): Acquirers' abnormal returns, acquirer size, and the auditor clientele effect, American Accounting Association Annual meeting. [Internet], raspoloživo na: [http://leeds-faculty.colorado.edu/huichen/Papers/Carol\\_Dee.pdf](http://leeds-faculty.colorado.edu/huichen/Papers/Carol_Dee.pdf) [5. 8. 2018.]

<sup>42</sup> Eckbo, E., Thorburn, K. S. (2000): Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, 35 (1), 7-14.

preuzimanja u kojima su akviziteri male kompanije, te kada su kupac i prodavatelj otprilike jednake veličine. No, u tom istraživanju postoji razlika u uzorku prikupljenih podataka, poduzeća kupci iz Kanade su u prosjeku manja poduzeća, približno jednako veliki kao i preuzeta poduzeća, dok su poduzeća kupci iz Sjedinjenih Američkih Država u prosjeku mnogo veća poduzeća, te 8 puta veći od preuzetih poduzeća (preuzeta poduzeća su sva iz Kanade). Zato nije točno određeno da li razlika u uspješnosti spajanja i preuzimanja proizlazi iz razlike odnosa u veličini poduzeća, ili iz različitog geografskog područja preuzimatelja (domaće ili strano preuzimanje).

Odnos veličine akvizitera i preuzimanog poduzeća, također je jedan od faktora koji može utjecati na uspješnost međunarodnog spajanja i preuzimanja. Ako je razlika između akvizitera i preuzimanog poduzeća mala, veći su potencijali ostvarivanja različitih sinergija. S druge strane, kad akviziter preuzima relativno veliko poduzeće, mogući su i veći problemi sa integracijom preuzetog poduzeća, što može dovesti do smanjene efikasnosti. U literaturi se mogu naći različite analize, ali jedinstvenog zaključka nema – rezultati i zaključci su često suprotni i kontradiktorni jedni drugima. Ipak, većina se uglavnom slaže da su preuzimanja u kojima je akviziter manji od preuzimanog poduzeća vrlo rizična, te da u prosjeku dovode do uništavanja vrijednosti za dioničare.

Istraživanje Linna i Switзера<sup>43</sup> pokazuje da bolje prolaze akviziteri koji spajaju i preuzimanju relativno velika poduzeća. Prema Kitchingu,<sup>44</sup> razlika u veličini akvizitera i preuzimanog poduzeća utječe na povrat spajanja i preuzimanja i to tako da relativno velika preuzimanja imaju veći zajednički potencijal. Kada se preuzima relativno malo poduzeće, akviziter obično previđa probleme prilagodbe zaposlenih i takve akvizicije ne dobivaju dovoljnu pažnju menadžmenta te ne ostvaruju planirane sinergije.

Kusewitt<sup>45</sup> je, proučavajući uzorku od 138 aktivnih akviziterskih firmi koje su 1967. do 1976. godine završile 3.500 spajanja i preuzimanja, zaključio da relativne razlike u veličini poduzeća daju značajno različite rezultate, te je predložio da se izrazito mala i izrazito velika spajanja i preuzimanja izbjegavaju.

---

<sup>43</sup> Linn, S. C., Switzer, J. A. (2001): Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and Finance*, Vol. 2., No. 1., 56-65.

<sup>44</sup> Kitching, J. (1967): Why Do Mergers Miscarry. *Harvard Business Review*, Vol 45. No. 1., 23-30.

<sup>45</sup> Kusewitt, J. B. (1985): An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. *Strategic Management Journal* Vol 6. No. 2., 123-133.

Loderer i Martin<sup>46</sup> su proučavali povrate dionica nakon akvizicija na uzorku od 1.298 akviziterskih poduzeća u razdoblju od 1966. do 1986. godine, te su zaključili da nema značajnijeg utjecaja relativne razlike u veličinama akvizitera i preuzimanog poduzeća, osim što najmanja i najveća spajanja i preuzimanja daju nešto bolje rezultate od ostalih.

Clark i Ofek<sup>47</sup> smatraju da su problemi sa upravljanjem nakon velikih spajanja i preuzimanja veći nego su koristi od sinergija, te da takva spajanja i preuzimanja u prosjeku rezultiraju smanjenjem operativne učinkovitosti.

Ramaswamy i Waagelein<sup>48</sup> proučavajući uzorak od 162 poduzeća aktivna u spajanju i preuzimanju dolaze do zaključka da akviziteri koji spajaju i preuzimaju relativno veća poduzeća ostvaruju lošije povrate od onih koji spajaju i preuzimaju manja poduzeća. Dobivene rezultate objašnjavaju dužim vremenom koje je potrebno da bi se relativno veliko poduzeće integriralo u novi sustav te se ostvarili zacrtani ciljevi.

Mantravadi i Reddy<sup>49</sup> su, proučavajući 192 domaća spajanja i preuzimanja u Indiji u razdoblju od 1991. do 2003. godine, zaključili da je razlika u veličini između akvizitera i preuzimanog poduzeća bitan faktor uspješnosti spajanja i preuzimanja. Prema tom istraživanju, spajanja i preuzimanja gdje su razlike u relativnoj veličini (akviziter/preuzimano poduzeće) između 11 i 70 posto imaju negativne povrate nakon spajanja i preuzimanja, između 70 i 100 posto ostvaruju se jednaki povrati kao i prije spajanja i preuzimanja, a kod spajanja i preuzimanja gdje je razlika u relativnoj veličini preko 100 posto ostvaruju se značajno negativni povrati.

Martynova, Oosting i Renneboog<sup>50</sup> proveli su istraživanje koje obuhvaća uzorak od 155 spajanja i preuzimanja u Europi, u periodu od 1997. do 2001. godine te zaključili da su povrati kod relativno velikih spajanja i preuzimanja značajno veći nego kod relativno manjih spajanja i preuzimanja. Spajanja i preuzimanja kod kojih je prihod od prodaje preuzimanog

---

<sup>46</sup> Loderer, C., Martin, K. (1992): Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. *Financial Management* 21 (3), 234-239.

<sup>47</sup> Clark, K., Ofek, E. (1994): Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 71-79.

<sup>48</sup> Ramaswamy, K. P., Waagelein, J. F. (2003): Firm Financial Performance Following Mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting* Vol 20, No. 1, 87-98.

<sup>49</sup> Mantravadi, P., Reddy, V. (2008): Relative Size in Mergers and Operating Performance – Indian Experience. *International Research Journal of Finance and Economic*, Vol. 11, No. 3, 113-123.

<sup>50</sup> Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L. (2006): *The long-term operating performance of European mergers and acquisitions*, ECGI Working Paper Series in Finance. [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=944407](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407) [3. 8. 2018.]



poduzeća činio barem 20 posto prihoda od prodaje akvizitera, ostvarila su povećanje profitabilnosti za 3,36 posto, dok su manja preuzimanja ostvarila pad profitabilnosti za 1,35 posto. Te rezultate objašnjavaju tako da kod većih spajanja i preuzimanja postoje i veće mogućnosti za ostvarivanje sinergija koje dovode do povećanja profitabilnosti. Ipak, i prema ovom istraživanju, ekstremno velika spajanja i preuzimanja daju slabije rezultate od onih srednjih, dok najmanja spajanja i preuzimanja postižu najslabije rezultate.

Akvizijsko iskustvo ima utjecaja na uspješnost spajanja i preuzimanja, iako ne uvijek pozitivno. Različiti autori ponovo dolaze do različitih i ponekad kontradiktornih rezultata, ali uglavnom se slažu da vrlo iskusni i uspješni akviziteri dobro prolaze u spajanju i preuzimanju, dok uspjeh manje i srednje iskusnih akvizitera ovisi o okolnostima (npr. da li je novo spajanje i preuzimanje slično prethodnome ili nije). Također, akviziteri sa većim iskustvom češće će se upuštati u nova spajanja i preuzimanja. Autori koji proučavaju serije spajanja i preuzimanja uglavnom se slažu da su nova preuzimanja manje profitabilna od prethodnih, što interpretiraju na različite načine.

Haleblian i Finkelstein<sup>51</sup> su na uzorku 449 velikih spajanja i preuzimanja između 1980. i 1992. godine proučavali utjecaj akvizicijskog iskustva na uspješnost spajanja i preuzimanja. Dolaze do zaključka da akvizicijsko iskustvo ima pozitivan ali i negativan utjecaj na uspješnost spajanja i preuzimanja. Kod akvizicija koje su bile bitno različite od prijašnjih akvizicija, rezultati su bili negativni i to za akvizitere sa manjim ili srednjim akvizicijskim iskustvom. Najbolje rezultate pokazali su akviziteri bez iskustva te oni sa visokim akvizicijskim iskustvom (krivulja U oblika). Autori takve rezultate objašnjavaju činjenicom da neiskusni akviziteri nisu napravili pogrešno generaliziranje, kao niti vrlo iskusni akviziteri. Autori također zaključuju da su rezultati pozitivni u slučaju kada je spajanje ili preuzimanje slično prethodnome.

Phelan i Alder<sup>52</sup> smatraju da veliko teoretsko znanje samo po sebi ne doprinosi uspjehu u spajanju i preuzimanju, kao što niti akvizicijsko iskustvo ne znači samo po sebi da će iduće spajanje i preuzimanje biti uspješno. No napredno znanje kombinirano sa iskustvom u spajanju i preuzimanju doprinosi iznadprosječnim rezultatima u spajanju i preuzimanju.

---

<sup>51</sup> Haleblian, J., Finkelstein S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly* 44(3), 38-45.

<sup>52</sup> Phelan, S. E., Alder, G. S. (2006): The effects of personality and experience on resource acquisition performance: an experimental study. *Journal of Entrepreneurship Education*, Vol. 3, No. 2., 321-329.

Collins, Holcomb, Certo, Hitt, i Lester<sup>53</sup> proučavali su na uzorku od 19.072 spajanja i preuzimanja da li prijašnja domaća i međunarodna preuzimanja utječu na nove odluke o međunarodnim spajanjima i preuzimanjima. Zaključili su da prethodno spajanje i preuzimanje u stranoj zemlji povećavaju vjerojatnost da će poduzeće ponovo ući u međunarodno spajanje i preuzimanje, i to ponajprije u zemlji gdje je već provelo spajanja i preuzimanje. Također, prethodno domaće akvizicijsko iskustvo također pozitivno utječe na odluku o međunarodnom spajanju i preuzimanju, iako u manjem intenzitetu nego prethodno međunarodno spajanje i preuzimanje.

Phelan i Mantecon<sup>54</sup> su na uzorku većem od 10.000 spajanja i preuzimanja između 1991. i 2002. godine proučavali ovisnost rezultata spajanja i preuzimanja o prijašnjoj uspješnoj akviziciji, te zaključili da su povrati veći u slučaju spajanja i preuzimanja privatnih ili polu-privatnih poduzeća, dok u slučaju spajanja i preuzimanja javnih poduzeća povrati nakon prijašnje uspješne akvizicije nisu povećani. Također zaključuju da uspješnost spajanja i preuzimanja nije povezana sa brojem prethodnih akvizicija.

Hayward<sup>55</sup> je na uzorku od 214 spajanja i preuzimanja (120 akvizitera iz 6 industrija) od 1990. do 1995. godine proučavao utjecaj akvizicijskog iskustva na donošenje kvalitetnih odluka o daljnjem spajanju i preuzimanju. Zaključuje da su rezultati novih spajanja i preuzimanja pozitivni ako prethodno spajanje ili preuzimanje nije bilo nedavno ili pak jako davno, ako nije izrazito slično ili izrazito različito, ili ako nije rezultiralo manjim gubicima.

Haleblian i Rajagopalan<sup>56</sup> su proučavali 2.523 spajanja i preuzimanja banaka (579 akvizitera) u Sjedinjenim Američkim državama, u razdoblju od 1988. do 2001. godine. Dolaze do zaključka da će akviziteri češće ulaziti u spajanja i preuzimanja kako postaju iskusniji u spajanju i preuzimanju. Osim tog zaključka navode da akviziteri iz uzorka ostvaruju veće povrate kako postaju iskusniji u spajanju i preuzimanju.

---

<sup>53</sup> Collins, J. D. et al. (2008): Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, Vol. 2., No. 1., 33-43.

<sup>54</sup> Phelan, S. E., Mantecon, T. (2005): Acquisition performance: experience or competence?, [Internet], raspoloživo na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [4. 8. 2018.]

<sup>55</sup> Hayward, M. L. A. (2002): When do Firms Learn from their Acquisition Experience: Evidence from 1990 – 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 79-89.

<sup>56</sup> Haleblian, J., Kim, J., Rajagopalan, N. (2006): str. 345-352.

Croci i Petmezas<sup>57</sup> su proučavali serijske akvizicije na uzorku od 591 poduzeća iz Sjedinjenih Američkih Država, koja su u razdoblju od 1990. do 2002. godine poduzela barem 5 spajanja i preuzimanja, te uzorak sadrži 4.285 spajanja i preuzimanja. Istraživanje pokazuje da povrati serijskih akvizicija nisu različiti od prosjeka, ali da su prvi puta uspješni akviziteri u prosjeku ostali uspješni, dok su prvi puta neuspješni akviziteri u prosjeku ostali neuspješni. Ipak, akviziteri koji su bili neuspješni 4 puta za redom, 5 puta u prosjeku uspijevaju biti uspješni (samo 11 akvizitera od 29 koji su 4 puta za redom bili neuspješni, nisu 5 puta uspjeli), te to pokazuje da iskustvo i upornost pozitivno utječu na uspješnost spajanja i preuzimanja, čak i kod učestalo neuspješnih poduzeća.

Aktas, De Bod i Roll<sup>58</sup> smatraju da povrati akvizitera koji često preuzimaju s vremenom postaju sve niži, te pokušavaju objasniti zašto je to tako, pogotovo ako se uzme u obzir da bi veće iskustvo trebalo unaprijediti rezultate. Prema njihovom mišljenju, racionalni menadžeri koji imaju iskustva u spajanju i preuzimanju mnogo češće i agresivnije ulaze u poslove koje plate i više kako bi što prije uspjeli završiti posao i otkloniti konkurenciju. Na taj način, dio vrijednosti prepuštaju dioničarima preuzimanog poduzeća. Uspješni akviziteri dakle ostvaruju manje povrate u spajanju i preuzimanju, ali zato preuzimaju često i sa manje rizika (smanjeni rizik dovodi i do manjih zarada).

Ahern<sup>59</sup> proučava poduzeća koja su više puta ulazila u spajanja i preuzimanja, i to na uzorku 12.942 spajanja i preuzimanja (4.879 akvizitera) u razdoblju od 1981. do 2004. godine te, također, zaključuje kako povrati akvizitera koji često ulaze u spajanja i preuzimanja padaju. To objašnjava tako što akviziteri ulaze u veća spajanja i preuzimanja, što dovodi apsolutno do većih zarada, ali uz smanjenu profitabilnost. Također, zaključuje da je preuzimanje javnih poduzeća manje profitabilno nego preuzimanje privatnih poduzeća, a kako akviziteri rastu, češće preuzimaju javna poduzeća što također utječe na pad profitabilnosti.

---

<sup>57</sup> Croci, E., Petmezas, D. (2009): Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions, [Internet], raspoloživo na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [3. 8. 2018.]

<sup>58</sup> Aktas, N., de Bodt, E., Roll, R. (2009): Learning, hubris and corporate serial acquisitions. Journal of Corporate Finance, Vol. 4., No. 2., 44-51.

<sup>59</sup> Ahern, K. R. (2009): The returns to repeat acquirers, [Internet], raspoloživo na: <http://webuser.bus.umich.edu/kenahern/Ahern.RRA.pdf> [7. 8. 2018.]

U kontekstu ovog rada posebno je zanimljivo istraživanje koje je proveo Bain a rezultate interpretirali Hardinga i Rovita<sup>60</sup>. Istraživanje proučava tvrtke s prihodima iznad 500 milijuna američkih dolara u 2000. godini, koje su funkcionirale kao javna tijela od 1986. godine, a istražio je akvizicije ovih tvrtki koje su se dogodile u petnaestogodišnjem razdoblju između 1986. i 2001. godine. Prema tom istraživanju frekventni su kupci donijeli superiornije rezultate u petnaestogodišnjem razdoblju od onih manje frekventnih kupaca i tvrtki koje su se suzdržavale od transakcija. Nadalje, to istraživanje proučava i utjecaj veličine poduzeća na spajanje i preuzimanje, te zaključuje da su najveće povrate uživala društva koja su sistematično kupovala društva koja su bila vrlo mala u odnosu na njih. Integracijom ova dva otkrića, transakcijska frekventnost i veličina posla, dolaze do zaključka da je najgora strategija koju društvo može primijeniti da napravi jednu ili više velikih transakcija. Osim toga zaključuju da su frekventni akviziteri uspješni kada nanižu male poslove ali i kada se ulaze u veće poslove.

#### **2.4. Zakonski okvir spajanja i pripajanja poduzeća**

Kontrola spajanja i preuzimanja jedan je od stupova konkurentske politike Europske unije. Europska unija svjesna je da spajanja mogu stvoriti ili ojačati dominantnu tržišnu poziciju i u suprotnosti su s politikom konkurencije Europske unije. Osnove slobodnog tržišnog natjecanja u EU utvrđene su čl. 81. i 82. Amsterdamskog sporazuma. Kako bi kontrolirale velika spajanja i preuzimanja, članice Europske zajednice smatrale su potrebnim razviti jedinstvenu politiku (tzv. *One-stop shop*). Pitanje kontrole koncentracija koje imaju tzv. dimenziju Zajednice utvrđeno je Uredbom vijeća (EEZ) o kontroli koncentracija između poduzetnika, tzv. Pravilnikom o preuzimanju br. 4064/89. Uredba na komunitarnom načelu donesena je 21. rujna 1990. te zabranjuje spajanja koja narušavaju konkurenciju na zajedničkome tržištu. Kontrolu koncentracija u EU provodi Europska komisija, odnosno njezino posebno tijelo Glavna uprava (Direction general) za koncentracije.<sup>61</sup>

Komisija ima nadležnost provesti istragu na vlastitu inicijativu o ponašanju određenih kompanija ili specifičnih tržišnih sektora kad posumnja na moguća ograničavanja konkurentnosti. Takvu inicijativu mogu dati i potrošači ili oštećene kompanije. Komisija

---

<sup>60</sup> Harding, D., Rovit, S. (2004): Preuzimanje i spajanje poduzeća. Masmedia., Zagreb

<sup>61</sup> Rupčić, N. (2002): Ekonomske implikacije poslovnih spajanja i preuzimanja - osnovica antitrustnog gospodarstva, Ekonomski vijesnik br. 1 i 2 (15), str. 73

može u iznimnim slučajevima odobriti sporazume koji smanjuju konkurentnost ako se negativni utjecaji spajanja mogu poništiti sveukupnim koristima sporazuma, primjerice, ako potiču tehnološki napredak ili poboljšavaju distribuciju. Kamen spoticanja oko Pravilnika o preuzimanju vodi se oko klauzule vezane uz neprijateljsko preuzimanje. Ključna točka Pravilnika je ograničavanje državne primjene tzv. “otrovne pilule”, odnosno niza mjera koje nacionalnim vladama trenutno omogućuje blokiranje preuzimanja ili umanjivanja njegove vrijednosti za potencijalnog preuzimatelja. Te mjere uključuju npr. uvjetovanje odobravanja preuzimanja, namete obveze prodaje imovine kompanije koja se preuzima po niskoj cijeni te ograničavanje ovlasti većinskog vlasništva.<sup>62</sup>

Cilj Europske unije je da reforme osiguraju efektivnu, efikasnu, poštenu i transparentnu kontrolu koncentracija na odgovarajućoj razini, u skladu s principom subsidijarnosti. Tako europsko zakonodavstvo nastoji biti prilagodljivo za novi ekonomski, pravni i politički razvoj, kako u Europi tako i u svijetu.

Temelj ideje poduzetničkih i tržišnih sloboda u Hrvatskoj utvrđen je člankom 49. Ustava Republike Hrvatske. Zaštita slobodnog tržišnog natjecanja u Republici Hrvatskoj uređena je Zakonom o zaštiti tržišnog natjecanja iz 1995. godine koji u potpunosti preuzima temeljna načela o zaštiti tržišnog natjecanja sadržanog u Amsterdamskom sporazumu i drugim propisima EU, a posebno se temelji na Uredbi br. 4064/89. Kontrolu koncentracija u Republici Hrvatskoj provodi Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja. Odredbe ZZTN-a daju jedinstveni pravni okvir kojim se uređuje i zabranjuje sporazumijevanje i zloporaba vladajućeg položaja poduzetnika te kontrolira koncentracija.

Prema Zakonu, zaštita tržišnog natjecanja obuhvaća kontrolu svih vidova sporazumijevanja kojima se ukida tržišno natjecanje u cijenama, ograničava obujam proizvodnje, dijele tržišta, priječi ulazak na tržište novim poduzetnicima ili se isključuje neke postojeće, ali i obuhvaća neke ugovore u kojima jedna strana drugoj nameće ograničenja koja neopravdano umanjuju njezinu slobodu poduzetničke djelatnosti.

Drugi instrument zaštite slobode tržišnog natjecanja je zabrana zlouporabe snažnog položaja na tržištu poduzetnika. Sama činjenica da poduzetnik uživa monopolistički ili vladajući

---

<sup>62</sup> Rupčić, N. (2002): str. 73

položaj na tržištu neće biti zabranjena, već se zabranjuju različiti oblici zlorabe takvog položaja. Treći instrument kojim zakonodavstvo štiti slobodu tržišnog natjecanja je kontrola koncentracija. Kontrola koncentracija je aktivan instrument djelovanja na buduću strukturu tržišta i razvoj stanja na relevantnom tržištu. Koncentracije su u načelu dopuštene i trgovačka društva mogu u potpunosti realizirati poduzetničku djelotvornost koja nastaje spajanjem, izuzev kada se takvom koncentracijom stvara vladajući ili čak monopolistički položaj na tržištu i time se ne omogućava djelotvorno tržišno natjecanje.<sup>63</sup>

Agenciji za zaštitu tržišnog natjecanja prijavljuje se sve više složenih predmeta zbog zlorabe vladajućeg ili monopolističkog položaja, odnosno narušavanja tržišnog natjecanja, što ukazuje da se radi o rastućem problemu hrvatskog gospodarstva. Razloge treba tražiti i u povijesnom naslijeđu koje je od brojnih poduzeća napravilo monopoliste koji sada koriste tu situaciju. Osim toga, u Hrvatskoj do 1995. nije postojalo državno tijelo koje bi reguliralo i usmjeravalo gospodarstvo i gospodarsku politiku prema slobodnom tržišnom natjecanju. Zloraba velikih poduzetnika protiv kojih je agencija vodila postupke odnosi se, primjerice, na Hrvatske telekomunikacije, INA-u, Tvornicu duhana Rovinj, Narodne novine, American Express, Diners Zagrebačku banku i dr.<sup>64</sup>

Proces i trend okrupnjavanja kao jedna od posljedica sveopće globalizacije na tržištu Republike Hrvatske najviše zahvaća dva poslovna sektora: sektor veleprodajnih i maloprodajnih trgovačkih lanaca i bankarski sektor. Ova su dva sektora i najprofitabilnija te najviše privlače strane ulagače. Prije ulaska Hrvatske u europske i svjetske integracije ovi su sektori okrupnjavanjem nastojali ojačati svoju poziciju pred ulaskom svjetskih transnacionalnih korporacija.

Drugi trend vezan je za opstanak manje uspješnih poduzeća, pri čemu se poduzeća manje ekonomske moći putem pronalaženja strateških partnera i investitora spašavaju od bankrota i stečaja. Na taj način nadaju se održati radna mjesta, opstati i ojačati konkurentnu poziciju te izvozni potencijal. Hrvatskim bi se poduzećima moglo preporučiti da intenziviraju suradnju i sklapaju strateške saveze i uključuju se u stvaranje industrijskih klastera kako bi povećali konkurentsku sposobnost i osigurali razvoj domaćeg gospodarstva. Stabilizacijom

---

<sup>63</sup> Rupčić, N. (2002): str. 74

<sup>64</sup> Pregled djelovanja Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja, [Internet], raspoloživo na: [http://www.aztn.hr/uploads/documents/tn/godisnja\\_izvjesca/godisnje\\_izvjesce\\_AZTN\\_3.1999-4.2000.pdf](http://www.aztn.hr/uploads/documents/tn/godisnja_izvjesca/godisnje_izvjesce_AZTN_3.1999-4.2000.pdf) [7. 8. 2018.]

gospodarskih prilika u Hrvatskoj i povoljnim geostrateškim položajem može se očekivati daljnji priljev stranog kapitala i dolazak velikih korporacija što će vjerojatno značiti i daljnje narušavanje slobodnog tržišnog natjecanja. Iz navedenog razloga djelovanje Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja bit će značajnije.<sup>65</sup>

## **2.5. Povijesni pregled spajanja i pripajanja poduzeća**

Mnogi smatraju da su spajanja i preuzimanja kao poslovne aktivnosti obilježile moderno doba, no međutim, te aktivnosti dio su poslovnog života još od 19. stoljeća. Povijesni razvoj aktivnosti spajanja i akvizicija poduzeća odvijao se kroz šest faza, koje su nazvane valovi spajanja i akvizicija. Svaki val karakterizira određeni tip integracija koje su bile potaknute različitim razlozima. Zajednička karakteristika svima je da su se odvijale u razdoblju intenzivnog rasta gospodarstva. Iako su takva razdoblja karakteristična i specifična za SAD, i u europskim državama zabilježeni su paralelni tijekovi.<sup>66</sup>

Tragovi su jasno vidljivi u SAD-u dok u Europi dokazi za prva trivala pokrivaju, uglavnom, područje Velike Britanije i Njemačke te su manje sistematični.<sup>67</sup>

Valovi su podijeljeni na:

- prvi val: 1889.-1902. - val horizontalnih akvizicija
- drugi val: 1918.-1929. - val vertikalnih akvizicija
- treći val: 1965.-1969. - val konglomeratnih akvizicija
- četvrti val: 1978.-1989. - val neprijateljskih akvizicija
- peti val: 1992.-2003. - val strateških akvizicija
- šesti val: 2004.-danas.

Prvi val spajanja i akvizicija nastao je iz depresije 1880-tih godina te je doživio svoj vrhunac između 1898. i 1902. godine. Obuhvatio je sve glavne rudnike i proizvodnu industriju: primarni metal, prehrambene proizvode, petrolej kemikalije, transport opreme, metalne proizvode, strojeve i bitumen, koje su činile 2/3 svih spajanja tog razdoblja u SAD-u. Osnovni su ciljevi bili težnja eliminiranju konkurencije i stvaranje monopolističkih uvjeta, odnosno

---

<sup>65</sup>Rupčić, N. (2002): str. 74

<sup>66</sup> Čalo, D. (2011): Utjecaj akvizicija na promjene u upravljačkoj i organizacijskoj strukturi poduzeća, Magistarski rad, Zagreb, str. 10

<sup>67</sup>Cassiman, B., Colombo, M. G. (2006): Mergers and Acquisitions the Innovations impact Edward Elgar, US, Northampton, str 11

moćnosti diktiranja cijena neovisno o konkurenciji. Najveći broj transakcija bio je među poduzećima koja su se bavila prijevozom i izgradnjom željeznica. Iako je u ovom razdoblju bilo tisuće akvizicija, pretežito horizontalnih, daleko važnija je bila pojava trustova, gdje su vlasnici konkurentnih poduzeća predavali svoje pravo upravljanja poduzećem povjereniku i složili su se da se neće međusobno natjecati. Potaknuta obnavljanjem ekonomije i razvojem financijskog tržišta u ovom razdoblju nastala je nekolicina velikih trustova kao što su: brodarski trust, bankarski trust, duhanski trust, trust proizvođača čelika i šećera te najpoznatiji i najveći Standard Oil Trust koji je kontrolirao John D. Rockefeller. Donošenjem antitrustovskih zakona sudskom odlukom, 1911. godine Standard Oil trust razbijen je na tridesetak manjih i danas poznatih poduzeća kao što su: Chevron, Arco, Mobile Oil i Amoco.

Pokretači drugog vala spajanja i akvizicija (1918.-1929.) bile su vertikalne integracije i masovna proizvodnja zbog bolje kontrole kvalitete i zaliha te manje ovisnosti o promjenama cijena sirovina. Drugi val akvizicija naziva se i val spajanja poradi oligopola. Producerski i distribucijski lanci stavljeni su u nadležnost jednog poduzeća. Tako je General Motors stekao kontrolu nad svim svojim dobavljačima. Stvaranje oligopola, naročito nakon Prvog svjetskog rata, kao i ulaganje mnoštva investicijskog kapitala u tržište vrijednosnica rezultiralo je krahom 1929. godine.<sup>68</sup>

Treći val spajanja i akvizicija (1965.-1969.) događa se u razdoblju nakon Drugog svjetskog rata te ga karakterizira brzi rast ekonomije popraćen visokom aktivnošću spajanja i akvizicija sve do naftne krize početkom sedamdesetih godina. Karakteristika ovog vala su konglomeratna spajanja i akvizicije s ciljem proizvodne i tržišne ekspanzije. Mnoga mala poduzeća u nepovezanim sektorima bila su kupljena od strane velikih. Federal Trade Commission procjenjuje da se u tom razdoblju 80% akvizicijskih aktivnosti odnosilo na konglomeratna preuzimanja.<sup>69</sup> Zbog antimonopolskih zakona menadžeri su tražili nove putove rasta u strategiji diversifikacije. Nakon dosezanja granica horizontalnog i vertikalnog rasta, poduzeća su prelazila u nove gospodarske grane i na taj način osiguravala rast korporacije. Ove integracije imale su utjecaj na promjene u tehnologiji, menadžmentu, poboljšanju u području financijskog planiranja i kontrole, dugoročnog planiranja te pojavi strateški analize. To je bilo vrijeme snažnog ulaganja u obrazovanje, pogotovo u područje

---

68 Čalo, D. (2011): str. 10

69 Brealey, A. R., Myers, C. S. (1991): Principles of Corporate Finance, US, McGraw-Hill, str. 821



znanosti upravljanja. Tijekom 70-tih godina broj akvizicija drastično opada te počinje razdoblje kada prevladavaju neprijateljska preuzimanja.<sup>70</sup>

Četvrti val spajanja i akvizicija (1978.-1989.) karakteriziraju neprijateljske akvizicije, agresivna uloga investicijskih banaka, povećanje sofisticiranih strategija preuzimanja te povećano korištenje duga u preuzimanju poduzeća (engl. *Leveraged buyout*). Neka velika poduzeća postala su poduzeća mete tijekom 80-tih, a najviše je ovaj val zahvatio naftnu industriju. U drugom dijelu 80-tih najveći udio u ukupnim akvizicijama doživljava farmaceutska, a nakon toga iavio industrija. Povećan je i broj međunarodnih spajanja i akvizicija. Takvo djelovanje često je imalo za posljedicu promjenu pravnog i organizacijskog karaktera poduzeća, od javnih korporacija, čije su dionice slobodno listane na tržištima kapitala, prema stvaranju zatvorenih poduzeća obično u formi društava s ograničenom odgovornošću.<sup>71</sup>

Peti val spajanja i akvizicija (1992.-2003.) nazvan je valom strateških akvizicija. Osvrćući se na povijesni razvoj i zakonske regulative koja propisuje postupke provođenja različitih udruživanja u svijetu te njihov uzlazni trend, kako u broju transakcija tako i u vrijednosti poduzeća sudionika udruživanja, potrebno je skrenuti pažnju na nekoliko procesa kao što su: deregulacija, globalizacija, nova usmjerenost menadžmenta te promjene financijske okoline koje su bitno utjecale na spomenute trendove u proteklih dvadesetak godina. Nekoliko antikonkurentskih regulacija stavljeno je van snage u SAD-u i u Europi. Kao posljedica ovakvog napretka znatno se povećao konkurentski pritisak. Realizacija samostalnog Europskog tržišta uvjetovala je rekonstruiranje niza europskih poduzeća u cilju postizanja efikasne konkurentnosti. Nacionalna i međunarodna spajanja i akvizicije mogu biti učinkovit način dostizanja tih ciljeva. Poduzeća čiji je plan odigrati znatnu ulogu u novom globalnom okruženju, potaknuti realizacijom jedinstvenog europskog tržišta, moraju rasti i na globalnom tržištu. Spajanja i akvizicije predstavljaju primjereno rješenje u ostvarivanju zacrtanog plana, naravno, u suradnji s internim rastom i formiranjem strateških saveza. Mnogim spajanjima nastoji se doseći prednost svjetskih razmjera ili konsolidirati svjetska industrija. Kreiranje novih financijskih instrumenata, uključujući i junk obveznice, olakšalo se financiranje spajanja i akvizicija. U isto vrijeme bitno je povećana uloga investicijskih banaka u promociji spajanja i akvizicija.

---

<sup>70</sup> Čalo, D. (2011): str. 10

<sup>71</sup> Tipurić, D. i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb, str 307

Peti val bio je u potpunosti pod utjecajem globalizacije te se naziva i globalnim valom spajanja i akvizicija. Sve se više vjerovalo da se kroz akvizicije i spajanja mogu ostvariti strateški ciljevi poduzeća. Sve veća industrijska koncentracija, slobodni tokovi tehnologije, znanja i kapitala, smanjenje prijevoznih i komunikacijskih troškova, smanjenje nacionalnih razlika i uklanjanje trgovinskih zapreka otvorilo je vrata mnogim akvizicijskim aktivnostima. U razdoblju od 1990. do 1992. godine vrijednost spajanja i akvizicija u Europi bila je na istim razinama kao i u SAD-u. Najveći broj spajanja i akvizicija proveden je u Velikoj Britaniji, Njemačkoj i Francuskoj. Peti globalni val dosegao je vrhunac na prijelazu stoljeća, točnije 2000. godine, iza koje slijede tri godine stabilnosti.<sup>72</sup>

U šestom valu akvizicije, od 2004. godine, poduzeća ponovno prikazuju apetit za investiranje u druga poduzeća što je utjecalo na porast broja spajanja i akvizicija i na porast vrijednosti ulaganja. To doseže najveći broj sklopljenih ugovora 2007. godine iza koje slijedi pad u 2008. godini, kao i očekivani negativni trend u 2009. i 2010. godini zbog recesije na svjetskom tržištu.



**Slika 2: Spajanja i akvizicije u svijetu 2004-2008**

Izvor: Čalo, D.; Utjecaj akvizicija na promjene u upravljačkoj i organizacijskoj strukturi poduzeća, Magistarski rad, Zagreb, 2011., str. 14, <http://poslovni.hr/75188.aspx>

<sup>72</sup> Čalo, D. (2011): str. 13

Vrijednost spajanja i akvizicija u svijetu tijekom prvog kvartala 2008. potonula je na 652 milijarde dolara, na najnižu razinu u zadnje četiri godine. Razlog tome je, prema pisanju londonskog The Financial Timesa, kreditna kriza i previranja na tržištu, koja su zakočila sklapanja tih transakcija.

Obujam poslovnih spajanja i akvizicija u 2009. godini u zemljama jugoistočne Europe u usporedbi s 2007. godinom dramatično je smanjen za čak 46%, stoji u analizi koju je napravila konzultantska tvrtka Roland Berger. Analiza obuhvaća Hrvatsku, Sloveniju, BiH, Makedoniju, Srbiju i Bugarsku.<sup>73</sup>

U prvom polugodištu 2010. godine vrijednost spajanja i akvizicija u Europi pala je na godišnjoj razini za 23%, na 227 milijardi dolara. U SAD-u aktivnosti spajanja i akvizicija u prvih šest mjeseci ove godine pale su samo 5%, na 339 milijardi dolara. Na tamošnje tržište se odnosi šest od deset najvećih ovogodišnjih transakcija. U azijsko-pacifičkoj regiji vrijednost spajanja i akvizicija skliznula je za 1,1%, na 186 milijardi dolara. S obzirom da su naznake oporavka svjetskog gospodarstva tek u početku te da će nastupiti minimalnim pomacima, vjerojatno će proteći još nekoliko godina do vraćanja na vrijednosti spajanja i akvizicija iz 2007. godine.<sup>74</sup>

---

<sup>73</sup> Čalo, D. (2011): str. 14

<sup>74</sup> Čalo, D. (2011): str. 14

### 3. USPJEŠNOST SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA

#### 3.1. Motivi i razlozi spajanja i pripajanja

Motivi ponuditelja mogu se definirati kroz ostvarivanje ekonomije obujma, sinergijskih učinaka spajanja, uspostavljanje monopolske moći i efikasnije korištenje imovine te pozitivne financijske pokazatelje.<sup>75</sup> Tablica u nastavku prikazuje motive preuzimanja.

**Tablica 1: Motivi preuzimanja**

<i>Povećanje prihoda</i>	<i>Smanjenje troškova</i>	<i>Povećanje efikasnosti</i>
Povećana prodaja kroz širenje postojećeg tržišta (domaći i (prekogranični M&A)	Niža cijena potrebnih resursa u poslovanju	Veća produktivnost faktora proizvodnje
Jačanje monopolske moći i mogućnost prodaje proizvoda po većoj cijeni (cjenovna diskriminacija)	Manje porezno opterećenje resursa	Bolja tehnološka rješenja
Razvijanje novih proizvoda	Dostupnost rijetkih resursa (izvora)	Razvijeni infrastruktura
Jačanje pregovaračke moći u procesu prodaje	Atraktivne lokacije (kod hotelske industrije)	Ekonomija obujma i ekonomija obuhvata
	Posjedovanje patenata i licenci	Racionalizacija poslovanja kroz objedinjavanje zajedničkih funkcija poslovanja
	Pristup distribucijskim kanalima	

Izvor: Škuflić, L., Šokčević, S. (2016): UČINCI PREUZIMANJA I SPAJANJA PODUZEĆA U HRVATSKOM GOSPODARSTVU, Knowledge based sustainable economic development, International scientific conference - ERAZ 2016, Beograd, Srbija, str.97-107.

Hrvatska, općenito, postaje sve atraktivnija investicijska destinacija. Primjerice, Fraser Institut nedavno je objavio da je prema kriteriju razine ekonomskih sloboda u 141 zemlji, Hrvatska rangirana na 70. mjesto, što je osjetno iznad susjednih zemalja. Hrvatski rejting stalno se povećava od sredine devedesetih godina, ali glavna unaprjeđenja očekuju se još u području državne uprave, regulacije tržišta rada i općenito poslovanja. Pokazalo se da zemlje s višim indeksom ekonomskih sloboda rastu brže te imaju i viši BDP po glavi stanovnika. Prema analizi M&A trendova u 2014., koju radi revizorsko-konzultantska tvrtka EY, procijenjena

<sup>75</sup> Škuflić, L., Šokčević, S. (2016): UČINCI PREUZIMANJA I SPAJANJA PODUZEĆA U HRVATSKOM GOSPODARSTVU, Knowledge based sustainable economic development, International scientific conference - ERAZ 2016, Beograd, Srbija, str. 97-107.

vrijednost spajanja i preuzimanja (M&A) u središnjoj i jugoistočnoj Europi (SJIE) u 2014. godini pala je u odnosu na 2013. za 2,4%, a ukupni broj transakcija manji je za 16,9%. S druge strane, u Hrvatskoj su se brojke povećale u obje kategorije – ukupan broj transakcija povećan je s 35 u 2013. na 39 u 2014. godini, a vrijednost transakcija iznosila je milijardu dolara u odnosu na 400 milijuna dolara u 2013. godini. Iako su M&A transakcije još uvijek na relativno niskim razinama, ovo je bila druga godina za redom da je Hrvatska bilježila rast, a nastavak rasta zabilježen je i u idućim godinama.

Nije porastao samo interes stranih tvrtki za preuzimanje onih sa sjedištem u Hrvatskoj. Povećala se i dinamika u suprotnom smjeru. Razlika je u tome što je malo hrvatskih tvrtki sposobno za akvizicije u inozemstvu. U tom kontekstu riječ je o velikim kompanijama kao što su Adris i Atlantic te još nekoliko drugih, poput, Podravke i Orbica. Te su kompanije na neki način prerasle svoja lokalna tržišta i potrebna im je ekspanzija na nova tržišta da bi mogle rasti. To je normalan proces, ali još uvijek ne i prevladavajući trend. Među kompanijama s akvizicijskim potencijalom koje su uvijek otvorene za takve opcije nalazi se i najveća domaća softverska kompanija IN2, koja je dosad napravila nekoliko akvizicija manjih IT tvrtki, a lani i prvu izvan granica Hrvatske, u Srbiji. Osim klasičnih akvizicija ima i drugih kombinacija. Franck je tako nedavno preuzeo slovenske brendove kave Santana i Loca od Mercatora, a u Hrvatskoj u segment čipsa i flipsa ulazi u partnerstvo s globalnim divom Intersnackom osnivanjem nove zajedničke kompanije.<sup>76</sup>

### **3.2. Koristi od spajanja i pripajanja poduzeća**

Kada dolazi do spajanja i preuzimanja u nekoj djelatnosti iširenjem polja ove “igre”, postavlja se pitanje koliko se sve ovo isplati? Hoće li sudionici biti sposobni ostvariti nove mogućnosti, smanjiti troškove i razviti svoje konkurentske prednosti tako da poprave svoj tržišni položaj? Hoće li smanjenje broja zaposlenih i usmjerenost na nove usluge (kao u bankarstvu) stvoriti ekonomske vrijednosti za dioničare? Nova preuzimanja najčešće se “najavljuju fanfarama”. Naglašavaju se konkurentske prednosti, kao da je postizanje samog spajanja dokaz njegove uspješnosti. Obećava se rast ekonomskih vrijednosti, a projicira se i ubrzani rast. Nažalost,

---

<sup>76</sup> Broj spajanja i preuzimanja pada u regiji, ali raste u Hrvatskoj, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/trziste-kapitala/broj-spajanja-i-preuzimanja-pada-u-regiji-ali-raste-u-hrvatskoj/> [8. 8. 2018.]

izazovi u ispunjavanju tih obećanja podcjenjuju se. U brojnim velikim spajanjima vidljivi su nezadovoljavajući rezultati. Smanjenje troškova uvijek je daleko skuplje, nego što je to bilo tko predvidio. Ono se rijetko ostvaruje tako brzo kako se očekivalo. Povećanje prihoda sporo se ostvaruje, a nekada se i ne ostvaruje.

Većina planova za unaprjeđenje informacijske tehnologije traje duže i košta više, nego što su to predviđale projekcije. Ušančene kulture ograničavaju nov način razmišljanja. Ovi problem nisu jedinstveni i ne mogu se u cjelini izbjeći. Međutim, ubrzanjem promjena nakon sporazuma o spajanju ovi se problemi mogu minimizirati. Zato je potrebno brzo stabilizirati organizaciju, postići rano usmjerenje prema ciljnim ekonomskim mogućnostima te brzo sačuvati ljudske i tržišne resurse.<sup>77</sup>

Drucker navodi pet pravila koje mora poštivati menadžment poduzeća koji želi uspješno provesti akvizicijski proces:

- poduzeće akvizitor mora doprinijeti poslovanju preuzetog poduzeća ne samo novcem, već i, primjerice, tehnologijom, superiornim menadžerskim vještinama, jakom distribucijom itd.
- mora postojati zajednička osnova spajanja, akvizitor mora biti zdrava jezgra preuzetom poduzeću
- akvizitor mora respektirati poslovanje preuzetog poduzeća, njegove proizvode i kupce
- unutar razdoblja od godinu dana akvizitor mora biti u stanju osposobiti i postaviti menadžment u preuzetom poduzeću
- unutar prve godine od preuzimanja menadžment na svim razinama mora biti unaprijeđen unutar poduzeća ili transferiran u akvizitorsko poduzeće.<sup>78</sup>

Može se zaključiti da su sposobnosti menadžmenta poduzeća akvizitora te spremnost provođenja vlastitih strateških ciljeva ključni čimbenik uspješnog preuzimanja poduzeća. Uz to bitno je i detaljno planiranje procesa provođenja akvizicija. Proces provođenja akvizicije, uglavnom, se svodi na sljedeće faze:

- izbor tima menadžera
- razvoj strategije akvizicijskog procesa

---

<sup>77</sup> Novak, B. (2000) Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava, Ekonomski vjesnik br. 112 (13), 23-34.

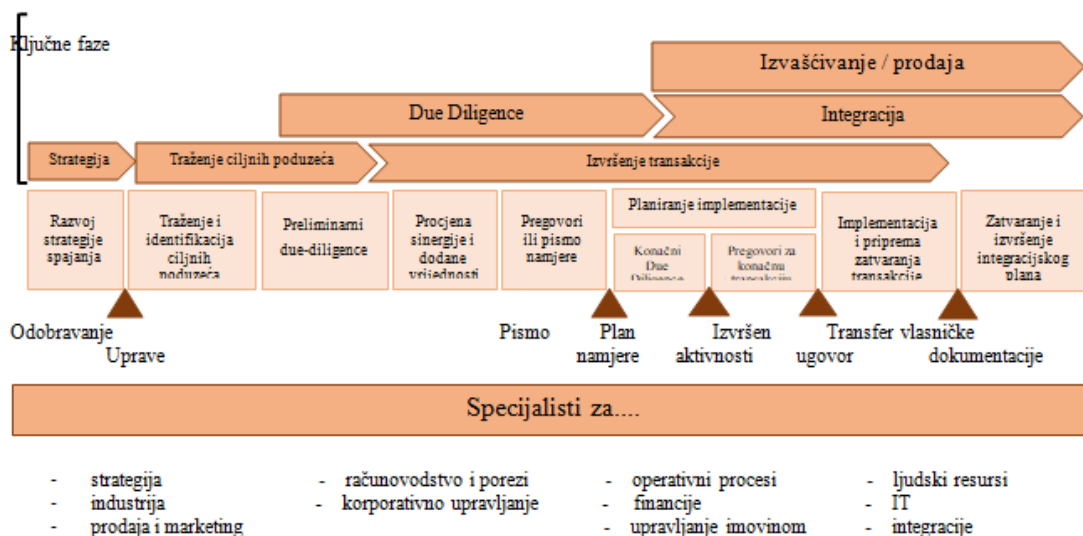
<sup>78</sup> Drucker, P. (1981) The Five Rules of Successful Acquisition, Wall Street Journal, October 13th str. 22

- rješavanje pitanja različitih kultura
- definiranje ciljne industrije i prikupljanje informacija o industriji i akvizicijama u toj industriji
- planiranje projekta integracije
- istraživanje tržišta i određivanje potencijalnih kandidata
- vrednovanje sinergije
- interne i eksterne komunikacije
- izrada preliminarne post-akvizicijskog integracijskog plana
- due-dilligence
- utvrđivanje konačnih uvjeta
- sklapanje ugovora
- planiranje i provedba post-akvizicijskog procesa.

Ono na što, također, treba skrenuti pozornost je vremenski slijed različitih faza procesa akvizicija. Na uspješnost provođenja procesa uvelike utječe i paralelno odvijanje aktivnosti različitih faza. Slika 6 prikazuje model akvizicijskog procesa s vremenskim tijekom i nositeljima aktivnosti prema konzultantskoj kući Roland Berger:<sup>79</sup>

---

<sup>79</sup> Novak, B. (2000): str.23-34.



**Slika 3: Roland Bergerov model akvizicijskog procesa**

Izvor: Čalo, D.: Utjecaj akvizicija na promjene u upravljačkoj i organizacijskoj strukturi poduzeća, Magistarski rad, 2011., str. 35

Na slici može se zapaziti kako se faze procesa akvizicije u nekim trenucima preklapaju, odnosno nije nužno da jedna faza završi da bi druga počela. To znači da menadžment mora biti brz i efikasan te unaprijed imati spreman plan i pripremu za sljedeću fazu procesa integracije.

Iako postoje mnoge studije o tome da li su spajanja ili preuzimanja isplativa, tj. koji poslovi stvaraju vrijednosti za dioničare, a koji ne stvaraju ili uništavaju vrijednosti, jedinstvenog odgovora nema.

Osim ukupne uspješnosti spajanja i preuzimanja, različiti autori analiziraju i ovisnost uspješnost spajanja i preuzimanja o različitim oblicima spajanja i preuzimanja te upravo u takvim razlikama traže razloge uspješnosti pojedinih spajanja i preuzimanja, odnosno neuspjeh drugih spajanja i preuzimanja. Uspješnost preuzimanja i spajanja moguće je analizirati prema različitim oblicima spajanja i preuzimanja, načinu na koji se provode ili faktorima koji utječu na spajanje i preuzimanje. Spajanja i preuzimanja mogu se proučavati, na primjer, prema tome da li se radi o domaćem ili međunarodnom preuzimanju, prema načinima financiranja spajanja ili preuzimanja, prema tome tko provodi spajanje ili preuzimanje (poduzeća, menadžment ili zaposleni), veličini poduzeća kupca, veličini



preuzimanog poduzeća, te relativnom odnosu veličina kupca i preuzimanog poduzeća, načinu prikupljanja podataka o meti preuzimanja (da li je spajanje i preuzimanju prethodio strateški savez, da li je i kako provedeno dubinsko snimanje), akvizicijskom iskustvu, motivima za spajanje i preuzimanje, da li je spajanje i preuzimanje prijateljsko ili neprijateljsko, da li je preuzimano poduzeće u javnom ili privatnom vlasništvu itd.

Bruner<sup>80</sup> navodi da prema istraživanju provedenom među menadžerima koji su provodili spajanje ili preuzimanje, njih samo 58% smatra da su uspjeli ostvariti strateške ciljeve. Neki su autori još pesimističniji. Tsai i Chang<sup>81</sup> smatraju da u spajanju i preuzimanju ima više gubitnika nego pobjednika. I brojni drugi autori dolaze do sličnog zaključka. Na primjer, prema studiji Henrya i Jespersena<sup>82</sup> 61% preuzimanja je smanjilo bogatstvo vlasnika dionica kupaca, dok prema studiji Helleblina i Finkelsteina<sup>83</sup> dvije trećine spajanja i preuzimanja rezultira padom cijena dionica akvizitera.

Postoje i vrlo radikalne teorije, na primjer, prema hubris hipotezi, spajanja i preuzimanja ne donose apsolutno nikakve koristi. Prema toj hipotezi, tijekom preuzimanja vrijednost poduzeća koje je kupac pada, vrijednost preuzimanog poduzeća raste, a kombinirana vrijednost ova dva poduzeća je nešto niža nego prije preuzimanja. Roll<sup>84</sup> podržava hubrisovu hipotezu te pokušavajući objasniti razloge njezine ispravnosti između ostalog navodi da tržište već uključuje premiju za preuzimanje u cijenu dionica preuzimanog poduzeća, i da su zbog toga preuzimanja često preplaćena.

Narayanan i Nanda<sup>85</sup> navode da nakon objave preuzimanja cijena dionica poduzeća kupca pada u gotovo polovini slučajeva, što dokazuje da tržište ispravno procjenjuje uspjeh preuzimanja. Također navode da se neuspjeh povećanja vrijednosti dioničara događa zbog jednog od šest glavnih razloga. To su preuzimanja koja se ne uklapaju u korporativne mogućnosti tvrtke, precjenjivanje rasta preuzimanjem, precjenjivanje vrijednosti od smanjenja

---

<sup>80</sup> Bruner, R. F. (2001): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, University of Virginia., [Internet], raspoloživo na: [http://starlightenergy.org/Brunner\\_at\\_Darden\\_on\\_M\\_A\\_Success.pdf](http://starlightenergy.org/Brunner_at_Darden_on_M_A_Success.pdf) [9. 8. 2018.]

<sup>81</sup> Tsai, M., Chang S. (2007): The Effect of Prior Bidder-Target Alliance Experiences on Post-acquisition Performance of Bidders, FMA Annual Meeting Program. Vol. 3., No. 2., 155-165.

<sup>82</sup> Henry D., Jespersen F. F. (2002): Mergers: why most big deals don't pay off. Business Week, Vol. 33., No. 7., 345-355.

<sup>83</sup> Haleblan, J., Finkelstein S. (1999): str. 234-245.

<sup>84</sup> Roll, R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. Journal of Business, 59, (2), 31-39.

<sup>85</sup> Narayanan, M. P., Nanda V. K. (2007): Financijske za strateško odlučivanje. MATE, Zagreb

troškova, podcjenjivanje poteškoća i troškova stvaranja vrijednosti, podcjenjivanje poteškoća objedinjavanja nakon preuzimanja te previše plaćena investicija.

Prema istraživanju Andradea, Mitchella i Stafforda<sup>86</sup>, spajanja i preuzimanja u prosjeku uspijevaju stvoriti vrijednost za dioničare. Proučavajući 3688 spajanja i preuzimanja od 1973. do 1998. godine, dolaze do zaključka da su poduzeća uključena u spajanja i preuzimanja nadmašila ostala u prosjeku za 1,8 posto. Njihovo istraživanje također pokazuje da su poduzeća koja su bili kupci u prosjeku izgubila 0,7 posto na vrijednosti, dok su preuzeta poduzeća povećala vrijednost u prosjeku 16 posto.

Healy, Palepu i Ruback<sup>87</sup> proučavali su 50 najvećih spajanja i preuzimanja u Sjedinjenim Američkim Državama te zaključili da su ta poduzeća nakon spajanja i preuzimanja značajno popravila svoju operativne rezultate.

Dutta i Jog<sup>88</sup> proučavajući 1300 spajanja i preuzimanja u Kanadi od 1993. do 2002. dolaze do zaključka da spajanja i preuzimanja ne uništavaju vrijednost za dioničare. Osim ukupnih rezultata njihovo istraživanje daje podatke o ovisnosti uspjeha spajanja i preuzimanja o brojnim faktorima, npr. veličini preuzimanog poduzeća, vlasničkoj strukturi, metodi plaćanja, spajanju ili preuzimanju, javnom ili privatnom vlasništvu poduzeća koje se prodaje itd. Tako između ostalog dolaze do zaključaka da bolje rezultate postižu preuzimanja koja se financiraju gotovinom nego dionicama, zatim ona preuzimanja gdje je kupac više od 4 puta veći od prodavatelja, te da bolje prolaze kupci u kojima je menadžment vlasnik više od 25% dionica.

Prema istraživanju Higginsa i Rodrigueza<sup>89</sup>, aktivnosti povezane s prikupljanjem podataka prije spajanja i preuzimanja pozitivno su povezane sa uspjehom akvizicijskog posla.

Prema Agarwalu, Anandu i Crosonu<sup>90</sup> poduzeća koja su prije spajanja ili preuzimanja ulazila u strateški savez sa poduzećem koje je meta preuzimanja, postižu bolje rezultate od poduzeća koja nisu ulazila u strateški savez prije spajanja ili preuzimanja.

---

<sup>86</sup> Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001): New Evidence and Perspectives on Merger. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2). 89-99.

<sup>87</sup> Healy, P. M., Palepu, K. G., Ruback, R. S. (1992): Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol 31, No. 3., 45-55.

<sup>88</sup> Dutta, S., Jog, V. (2007): The Long Term Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, Vol. 4. No. 1., 232-239.

<sup>89</sup> Higgins, M. J., Rodriguez, D. (2005): The outsourcing of R&D through acquisitions in the pharmaceutical industry, [Internet], raspoloživo na: [http://tiger.gatech.edu/files/gt\\_tiger\\_outsourcing.pdf](http://tiger.gatech.edu/files/gt_tiger_outsourcing.pdf) [10. 8. 2018.]

Kyurilo<sup>91</sup> je, proučavajući 2097 preuzimanja od strane menadžmenta na području Europske Unije od 1999. do 2003. godine, došao do zaključka da preuzimanje od strane menadžmenta rezultatima znatno nadmašuje ostala preuzimanja. Ako je i sam uključen u preuzimanje, menadžment je više motiviran za uspjeh posla, što dovodi do poboljšanog upravljanja. Osim toga, menadžment ima povlaštene informacije pa je upoznat sa pravom vrijednošću poduzeća te neće ulaziti u preuzimanje ako nije uvjeren da poduzeće može popraviti rezultate poslovanja.

Lowinski, Schiereck i Thomas<sup>92</sup> proučavali su razliku u rezultatima između međunarodnih i domaćih spajanja i preuzimanja na uzorku 114 akvizicija švicarskih poduzeća, te zaključili da nema razlike u povratima međunarodnih i domaćih transakcija.

S druge strane, Eckbo i Thornburn<sup>93</sup>, proučavajući na velikom uzorku uspješnost preuzimanja kanadskih poduzeća, dolaze do zaključka da mnogo bolje rezultate ostvaruju domaći kupci, dok kupci iz Sjedinjenih Američkih Država (međunarodna spajanja i preuzimanja) postižu slabije rezultate prilikom preuzimanja kanadskih poduzeća.

### **3.3. Alternative spajanju i pripajanju poduzeća**

Spajanje i pripajanje poduzeća ne mora biti jedino rješenje kojim se nastoji povećati poslovanje, vrijednost poduzeća, ojačati njegova tržišna pozicija ili kojim se nastoji oporaviti neko poduzeće. Osim ove strateške odluke, poduzeća se mogu odlučiti, primjerice, za franšizu.

Franšiza predstavlja poslovnu strategiju za dobivanje i zadržavanje kupaca gdje postoje vrlo jasni interesi svih uključenih strana. Franšiza je širenje marke proizvoda i distribucije proizvoda i usluga na način koji zadovoljava kupca. Ona predstavlja i stvaranje mreže poslovnih odnosa koja omogućava brojnim poduzetnicima da koriste prednosti marke

---

<sup>90</sup> Agarwal, R., Anand, J. i Croson, R. (2004): Do Pre-Acquisition Alliances Help in Post-Acquisition Coordination: An Experimental Approach, [Internet], raspoloživo na: [http://www.business.uiuc.edu/agarwalr/Agarwal%20Anand%20Croson%20March\\_05.pdf](http://www.business.uiuc.edu/agarwalr/Agarwal%20Anand%20Croson%20March_05.pdf) [27. 7. 2018.]

<sup>91</sup> Kurylo, D. (2007): European Management Buyouts 1999-2003: Performance and Value Effects, Aarhus School of Business. Vol. 3. No. 2, 66-79.

<sup>92</sup> Lowinski, F., Schiereck, D. i Thomas, R. W. (2004): The Effect of Cross Border Acquisitions on Shareholder Wealth – Evidence from Switzerland, [Internet], raspoloživo na: [http://www.fmpm.ch/docs/7th/Papers\\_SGF\\_2004/SGF734b.pdf](http://www.fmpm.ch/docs/7th/Papers_SGF_2004/SGF734b.pdf) [22. 7. 2018.]

<sup>93</sup> Eckbo, E. i Thornburn, K. S. (2000): Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. Journal of Financial and Quantitative Analyses, 35 (1). 29.41.

proizvoda, uspješne metode vođenja posla kao i jakog marketinškog i distribucijskog sustava.<sup>94</sup>

Kod franšizinga vlasnici poduzeća plaćaju određene nadoknade nekom poduzeću kako bi imali pravo prodavati proizvode i usluge tog poduzeća, a da pritom koriste njezino ime, logo pa i model poslovanja kao i kanale prodaje.

Franšizing postaje vrlo popularan u svijetu, čemu svjedoči i veliki broj poduzeća koji sve više koriste franšizing jedinice. Tako su istraživanja pokazala da 1 od 12 poduzeća u SAD-u je osnovano kao franšizing poduzeće. Podaci o broj franšizing jedinica u mld mogu se vidjeti na grafu ispod. Tako se može vidjeti da je svaki dan sve veći broj poduzeća koji se temelje na franšizing sustavu.<sup>95</sup>

### **3.4. Rizici spajanja i pripajanja poduzeća**

Brojna istraživanja pokazala su da više od 50% akvizicija nije ostvarilo željene učinke. Stoga se u posljednje vrijeme prvenstveno uzima u obzir pozorno planiranje akvizicijskog procesa, definiranje strategije preuzimanja i postupak provođenja postakvizicijske integracije.

Najčešći uzroci neuspjeha koje poduzeća često ne uspijevaju prepoznati u ranijim fazama i pokušaju ukloniti tijekom akvizicijskog procesa su rizici na ovim područjima:

- nekvalitetno pred-akvizicijsko planiranje
- nekvalitetno dubinsko snimanje i nerealna procjena vrijednosti
- kulturne i organizacijske razlike
- ego menadžmenta
- loša komunikacija
- neuspješni post-akvizicijski procesi.

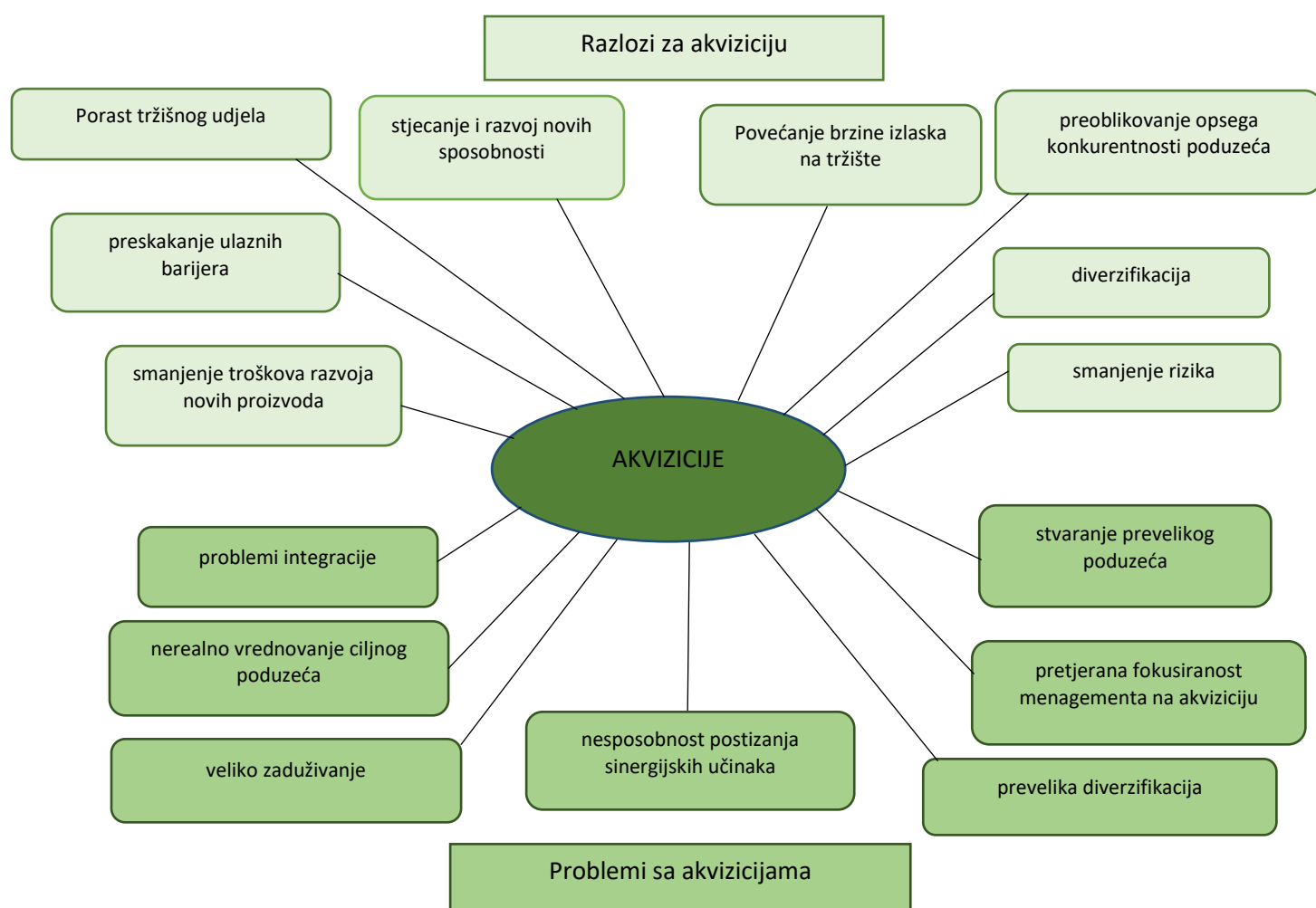
Kako poduzeća često upadaju u zamku akvizicija potaknuta pozitivnim razmišljanjima i očekivanjima od akvizicija, akvizitori se često susreću s problemima nakon akvizicija.

---

<sup>94</sup> Singer, S. (2003): Franšiza kao poduzetnička strategija. Glas Slavonije. str. 1

<sup>95</sup> Parivodić, M. (2003): Pravo međunarodnog franšizinga. Službeni glasnik. str. 32.

Problemi integracije, prevelika cijena akvizicije i pretjerana fokusiranost menadžmenta najčešći su uzroci neuspjeha akvizicija.<sup>96</sup>



**Slika 4: Razlozi i problemi akvizicija**

Izvor: AcquisitionandRestructuringStrategies, Chapter 8, Strategic Management Concept, 2006., str. 35

Poslovni rizik – neizvjesnost budućih ROE definirana je kao osnovni poslovni rizik tvrtke. Poslovni rizik ovisi o velikom broju faktora od kojih su najvažniji:

- Varijabilnost potražnje - što je stabilnija potražnja za proizvodima tvrtke, uz ostale konstante, to je niži poslovni rizik.
- Varijabilnost prodajnih cijena - što su prodajne cijene stabilnije, tvrtka je izložena manjim poslovnim rizicima.

<sup>96</sup> Čalo, D. (2011): str. 48

- Sposobnost prilagođavanja izlaznih cijena promjenama u ulaznim troškovima. Veća sposobnost prilagođavanja cijene koštanja u odnosu na troškovne uvjete smanjuje stupanj poslovnog rizika, uz ostale nepromijenjene uvjete.
- Veličina fiskalnih troškova. Ako je u ukupnim troškovima visok postotak fiksnih troškova, a oni se ne mogu smanjiti u slučaju pada potražnje, tada je tvrtka otvorena za relativno veliki stupanj poslovnog rizika.

Svaki od gore navedenih faktora uvjetovan je djelomično karakteristikama industrije u kojoj tvrtka djeluje, ali uprava može i u određenoj mjeri kontrolirati i utjecati na navedene faktore. Primjerice, veći broj tvrtki može, marketinškom politikom, utjecati na stabilizaciju prodanih količina i cijena. To dalje može zahtijevati veće troškove reklame i propagande i/ili snižavanje cijena da bi kupci u budućnosti kupovali fiksne količine uz fiksne cijene. Isto tako može reducirati variranje budućih troškova inputa ugovarajući na dugi rok cijene rada i kapitala, ali se u tom slučaju može dogoditi da plate više od tekućih cijena za ugovoreno razdoblje. Kada je u ukupnim troškovima visok postotak fiksnih troškova, tada relativno male promjene u opsegu prodaje rezultiraju velikim promjenama u stopi povrata na investicije (ROE) te se kaže da postoji visok stupanj utjecaja fiksnih troškova na poslovne rezultate (*operating leverage*) koji povećava poslovni rizik. Poslovni rizik tvrtke koja nije zadužena može se mjeriti standardnom devijacijom očekivane stope povrata na investiciju  $\sigma$  ROE. Ako se ucrtta graf sa stvarnim ROE u razdoblju između 1990. i 1999., može se uočiti trend kretanja koji pomaže analitičaru i upravi da uoči kako je ROE varirao u pojedinim godinama u prošlosti i kako bi mogao varirati u budućnosti. Graf može pokazati da ROE raste usporeno zbog inflacije, tako da je relevantna varijabilnost ROE disperzija oko linije trenda.

Fluktuacije stope povrata na investicije (ROE) mogu biti uzrokovane mnogim faktorima: konjunkturi, recesijom u nacionalnoj ekonomiji, uspješnim novim proizvodima koje lansiraju konkurentne tvrtke i analizirana tvrtka, štrajkovima djelatnika, kontrolom cijena i sl. Dalje, postoji mogućnost da na duži rok permanentno slabi mogućnost ostvarivanja prihoda, primjerice, konkurentna tvrtka može uvesti novi proizvod što će utjecati na permanentno smanjivanje prihoda nacionalne tvrtke. Poslovni rizik varira ne samo od industrije do industrije, nego i među kompanijama u određenoj industriji. S protokom vremena poslovni se rizik mijenja. Tako se proizvodnja električne energije u pravilu smatra proizvodnjom s malim poslovnim rizikom, ali ako se dogodi da ROE značajno padne, to će drastično povećati poslovni rizik u drugim industrijama.

Nasuprot tome, proizvodnja hrane i trgovina prehrambenim proizvodima najčešće se smatraju industrijama s malim poslovnim rizikom. Za razliku od industrije s cikličnom proizvodnjom koja ima visok poslovni rizik, manje kompanije i one koje ovise o jednom proizvodu imaju visok stupanj poslovnog rizika.<sup>97</sup>

Financijski rizik – Financiranje dugom može se, također, povećati rizik za dioničare. Primjerice, ako dobit prije oporezivanja iznosi 5000 USD umjesto očekivanih 35 000 USD, tada će kod tvrtke koja se nije koristila zaduživanjem, ROE pasti s 12% na 1,7%. No, uz financiranje dugom ROE pada od 18% na – 2,6%.

**Tablica 2: Financiranje dugom i moguće povećanje rizika za dioničare**

	<i>Dug 0 USD</i>	<i>Dug 87 500 USD</i>
<i>Tekuća dobit (EBIT)</i>	<i>5000 USD</i>	<i>5000 USD</i>
<i>Kamate (10%)</i>	<i>0</i>	<i>8750 USD</i>
<i>EBT</i>	<i>5000 USD</i>	<i>-3750 USD</i>
<i>Porezi (40%)</i>	<i>2000 USD</i>	<i>-1500 USD</i>
<i>Neto dobit</i>	<i>3000 USD</i>	<i>-2250 USD</i>
<i>Očekivani ROE</i>	<i>12%</i>	<i>18%</i>
<i>Očekivani ROE</i>	<i>1,7%</i>	<i>-2,62%</i>

Izvor: Družić, A., Spajanja i preuzimanja kao dio poslovne strategije, Ekonomski pregled, 50, 1999., str. 1011  
(Brigham/Gapenski, 1991.)

Uz veće korištenje duga kao financijske poluge (*financialleverage*), ROE je osjetljiviji na promjene prihoda. Standardna devijacija ROE je 8% uz dug jednak 0, ali je dvostruko veća uz 50% duga u strukturi kapitala. Iz navedenog može se zaključiti:

- 1) korištenje duga općenito povećava očekivani ROE, to se uvijek događa kada je očekivani povrat na aktivu (mjereno kao dobit/ukupna aktiva) veći od cijene duga
- 2) ako tvrtka koristi dug, tada je poslovni rizik koncentriran na dioničarima
- 3) poslovna poluga (fiksni troškovi- tehnologija) i financijska poluga (zaduživanje) u normalnim okolnostima djeluju na isti način, oni povećavaju očekivani ROE, ali oni isto tako povećavaju rizik za dioničare.

<sup>97</sup> Družić, A. (1999): Spajanja i preuzimanja (Mergers&Aquisitions) kao dio poslovne strategije, Ekonomski pregled, 50 (9), str. 1011

Poslovna poluga utječe na poslovni rizik tvrtke dok financijska poluga utječe na financijski rizik tvrtke, a oba zajedno utječu na ukupan rizik tvrtke. Ako se od ukupnog rizika oduzme poslovni rizik, dobiva se financijski rizik. Ukupan rizik može se umanjiti ako dioničari diverzificiraju njihov *portfolio*.<sup>98</sup>

Tržišni ili beta rizik – cijena prosječne dionice kreće se u korak s kretanjima na tržištu koja se mjere nekim indexom, kao što je Dow Jones Industrial Average ili New York Stock Exchange Index. Prosječna će dionica po definiciji imati  $\beta = 1.0$ , što ukazuje na kretanja na tržištu gore ili dolje u rasponu od 10%, tendencija kretanja vrijednosti dionice bit će u rasponu od 10%. Portfolio dionica koje je  $\beta = 1.0$ , kretat će se sinkronizirano sa širokim tržišnim prosjecima i taj će *portfolio* biti prosječno rizičan. Dionice kod kojih je  $\beta = 0.5$  imat će volatilnost upola manju od tržišta i *portfolio* tih dionica je upola manje rizičan od *portfoliosa*  $\beta = 1.0$ . Ako je  $\beta = 2$ , volatilnost dionica dvostruko je veća od prosječne, a *portfolios* tih dionica bit će dvostruko rizičniji od prosječnog *portfoliosa*. Bete izračunavaju i publiciraju Maerrill Lynch, Value Line i brojne druge organizacije. Većina poznatih kompanija ima bete u rasponu od 0.75 do 1.50, a prosjek je po definiciji 1.0. Ako se tvrtka ne koristi financijskom polugom ( $D=0$ ), tada će premija za financijski rizik biti 0 i ulagači u dionički kapital bit će kompenzirani samo za poslovni rizik.<sup>99</sup>

### 3.5. Postupak i faze spajanja i pripajanja

#### 3.5.1. Predintegracijska faza

Osnovni cilj spajanja društva je stvaranje većeg i efikasnijeg poduzeća koje može biti tržišno konkurentno. U pozadini svake transakcije spajanja ili pripajanja nalazi se ideja efikasnosti čije se povećanje nastoji realizirati kroz stvaranje dodatne vrijednosti u simbiotskom odnosu prethodnih društava, odnosno ostvarivanjem veće premije od investiranje vrijednosti. Identifikacija i kvantifikacija ostvarive dodatne vrijednosti ili sinergija jedan je od najbitnijih koraka u kompleksnom procesu donošenja odluke o pripajanju ili spajanju.<sup>100</sup>

Uobičajeno je da proces analize sinergija prethodi potencijalnoj transakciji te ishod navedene analize često ima odlučujuću ulogu na realizaciju transakcije.

---

<sup>98</sup> Družić, A. (1999): str. 1011

<sup>99</sup> Družić, A. (1999): str. 1011

<sup>100</sup> Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/znanja/kada-se-odluciti-na-spajanje-tvrtki-i-kako-ga-provesti/> [20. 7. 2018.]



Primarna svrha cjelokupnog analitičkog procesa nalazi se u određivanju stvarne vrijednosti koju potencijalni investitor može ostvariti ujedinjavanjem dvaju poduzeća te daje odgovor na pitanje da li je investicija isplativa.

Kvalitetna sinergijska analiza, također, predstavlja postavljanje smjernica za daljnji razvoj ujedinjenog društva u poslijeakvizicijskoj fazi. Navedeni proces predstavlja svojevrsni alat za definiranje najbolje strateške opcije za potencijalnog investitora koja će dovesti do adekvatnog korištenja snaga društva te će u isto vrijeme uklanjati i umanjivati negativne efekte uzrokovane njihovim slabim točkama. U akvizicijskim procesima gdje investitori često ne mogu sami podnijeti financijski teret transakcije, analiza sinergija je još bitnija. Cilj identifikacija i kvantifikacije sinergija u takvoj situaciji je potvrditi vlasnicima i vjerovnicima da je investicija isplativa te da će generirati stabilan novčani tok kako bi se maksimirao povrat na uložena sredstva.

Nakon identifikacije i kvantifikacije svih relevantnih sinergija treba analizirati troškove realizacije sinergija te ostale kvalitativne i kvantitativne rizike koji mogu proizaći u procesu integracije. Troškovi realizacije sinergije najčešće su jednokrati.

Prilikom izrade plana integracije, osim navedenih kvantitativnih faktora, u obzir treba uzeti i ostala kvalitativna obilježja poduzeća koja mogu imati utjecaj na realizaciju sinergijskih učinaka. Primarno treba promotriti spremnost organizacije na promjene koje su nužne kako bi se, primjerice, ostvarile određene uštede. U poduzećima je često prisutan otpor na promjene od strane zaposlenika. Razlike u operativnim kulturama, također, mogu biti presudne jer adekvatno i planirano ostvarivanje dodane vrijednosti zahtjeva suradnju dvaju sustava, a ti sustavi mogu biti vrlo različiti.<sup>101</sup>

### **3.5.2. Integracijska faza**

O pripajanju se govori kada se jedno ili više društava pripaja drugome društvu bez provođenja postupka likvidacije prijenosom cijele imovine pripojenih društava drugome društvu. Društvo preuzimatelj time postaje univerzalni pravni sljednik pripojenog društva, ali tek nakon upisa

---

<sup>101</sup> Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/znanja/kada-se-odluciti-na-spajanje-tvrtki-i-kako-ga-provesti/> [17. 7. 2018.]

pripajanja u sudski registar. Pripajanje se provodi na temelju ugovora o pripajanju. S navedenim ugovorom moraju se suglasiti članovi svih društava koja sudjeluju u pripajanju. Za donošenje odluke o pripajanju zakonom je propisana potrebna većina od tri četvrtine danih glasova.

Ugovor o pripajanju sklapaju uprave odnosnih društava te se njime određuje nominalni iznos svakog udjela koji član pripojenog društva dobiva u društvu preuzimatelja, a odstupanja od postojećih udjela u društvu preuzimatelju moraju se posebno predvidjeti. Nadalje, propisana je obveza objave poziva vjerovnicima društva koja sudjeluju u pripajanju da se jave u roku od šest mjeseci od objavljivanja upisa u registar ako mogu dokazati da je pripajanjem društva ugroženo ispunjenje njihovih tražbina.<sup>102</sup>

Spajanje dvaju ili više društava podrazumijeva osnivanje novog društva na koje prelazi cijela imovina svakog od društava koja se spajaju u zamjenu za udjele u novome društvu. Navedeno znači da imovina društva koja se spajaju prelazi na novo društvo, a ona sama prestaje postojati upisom novog društva u sudski registar. Svako od društava koja se spajaju smatra se društvom kojeg se pripaja, a novo društvo se smatra društvom preuzimateljem.

Društva koja se spajaju moraju podnijeti prijavu za upis u sudski registar novog društva sudu na čijem području će biti sjedište tog novog društva. Nije potrebno posebno brisanje društva koja su se spojila u sudskom registru.<sup>103</sup>

### **3.5.3. Postintegracijska faza**

Nakon spajanja ili pripajanja slijedi period prilagodbe novim uvjetima poslovanja. Način usklađivanja poslovanja, odnosno zajednički pristup poslovanju ovisi o brojnim čimbenicima, a neki od njih su: da li se radi o spajanju ili pripajanju na domaćem ili inozemnom tržištu, veličinama poduzeća, da li se radi o istoj industriji ili o različitim industrijama, da li su

---

<sup>102</sup> Pripajanje i spajanje društva s ograničenom odgovornošću u Republici Hrvatskoj, [Internet], raspoloživo na: <https://vaic.hr/novosti-i-publikacije-hr/pripajanje-i-spajanje-drustava-s-ogranicenom-odgovornocu-u-republici-hrvatskoj/> [18. 7. 2018.]

<sup>103</sup> Pripajanje i spajanje društva s ograničenom odgovornošću u Republici Hrvatskoj, [Internet], raspoloživo na: <https://vaic.hr/novosti-i-publikacije-hr/pripajanje-i-spajanje-drustava-s-ogranicenom-odgovornocu-u-republici-hrvatskoj/> [18. 7. 2018.]

unaprijed do detalja dogovoreni koraci u usklađivanju poslovanja, da li su definirane glavne menadžerske funkcije i sl. Iz navedenog razloga, u fazi integracije i pregovora važno je do u detalja razraditi sve što je vezano uz spajanje i pripajanje kako kasnije ne bi bilo otvorenih važnih strateških pitanja.<sup>104</sup>

### 3.6. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja

U praksi se koriste različite grupe metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja. Prvoj grupi pripadaju metode koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica. Drugoj grupi pripadaju metode koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere na temelju računovodstvenih i financijskih podataka. Trećoj grupi pripadaju metode koje uspješnost spajanja i preuzimanja mjere izračunom ekonomske dodane vrijednosti. Također, u analizi se mogu koristiti i prethodna istraživanja kao pokazatelj uspješnosti spajanja i pripajanja.

#### 3.6.1. Mjere na temelju kretanja cijene dionica (prinos dioničara)

Jednostavna i raširena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja je prinos (povrat, rendita) dioničara koja se odnosi na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijene dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju.

Opća formula je:

$$r_{a,t} = \frac{P_{a,t} - P_{a,t-n} + D_{a,t}}{P_{a,t-n}}$$

gdje je

$r_{a,t}$  = prinos dionice u razdoblju t

$P_{a,t}$  = cijena dionice u trenutku t

$P_{a,t-n}$  = cijena dionice u trenutku t-n

<sup>104</sup> Akvizicije, kako preuzeti drugu tvrtku, a ne pogriješiti, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/znanja/akvizicije-kako-preuzeti-drugu-tvrtku-ne-pogrijesiti/> [19. 7. 2018.]

$D_{a,t}$  = isplata dobitka u razdoblju t.

Točnost ove metode ovisi o tome da li cijene dionica održavaju stvarnu vrijednost poduzeća, tj. vlastitog kapitala koji iza toga stoji, odnosno da li su financijska tržišta učinkovita ili nisu. Prema Ziegenbeinu,<sup>105</sup> postoje dvije teorije učinkovitosti financijskih tržišta: "uobičajena financijska teorija (*rational choice finance*) čiji predstavnici smatraju da su financijska tržišta učinkovito obradila sve informacije koje su u određenom trenutku bile javno dostupne, zbog čega pojedinac ne može ostvariti prednost pred drugima", i "bihevioristička znanstvena financijska teorija (*behavioral finance*) čiji predstavnici polaze od toga da iracionalnosti na financijskim tržištima često vode do usporavanja razvoja tržišta".

### 3.6.2. Mjere na temelju računovodstvenih i financijskih podataka (EBITDA)

Prednost ovih metoda je u tome što one mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i preuzimanja, te su usredotočene na rezultate poduzeća. Operativni rezultati poduzeća trebali bi biti točan pokazatelj uspješnosti poduzeća bez obzira na kretanje cijene dionica tj. psihologije tržišta. Osim špekulanata, čiji interes i nije obuhvaćen ovim istraživanjem, investitori dugoročno ulažu u dionice, te volatilnost dionica ne utječe previše na njihovu percepciju uspješnosti poduzeća, pogotovo ako imaju značajniji udio u vlasništvu.

Uobičajena metoda uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka je računanje operativnog novčanog toka prije poreza.<sup>106</sup> Operativni novčani tok prije poreza je zbroj operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, te je jednak operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju (EBITDA). Prednost korištenja operativnog novčanog toka prije poreza u odnosu na druge računovodstvene i financijske podatke (na primjer neto dobit) je u tome što na njega ne utječe računovodstveni tretman amortizacije ili neoperativne aktivnosti (kamate i porezi).

---

<sup>105</sup> Ziegenbein, K. (2008): Kontroling. RRIplus, Zagreb

<sup>106</sup> Martynova, M., Oosting, S. i Renneboog, L. (2006): The long-term operating performance of European mergers and acquisitions ECGI Working Paper Series in Finance. [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=944407](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407) [22. 7. 2018.]

Obično se u praksi ne koristi EBITDA u apsolutnom iznosu, već se koristi u omjeru prema knjigovodstvenoj vrijednosti ili prodaji, tj. u obliku multiplikatora, kako bi se neutralizirao utjecaj razlika u veličini između kompanija.

Multiplikator 1.) EBITDA / BV (Book value – knjigovodstvena vrijednost)

Multiplikator 2.) EBITDA / S (Sales – prodaja)

Prvi multiplikator pokazuje koliko efikasno poduzeće koristi svoj kapital da bi generiralo novčana sredstva. Drugi multiplikator pokazuje koliko novčanih jedinica generira jedna novčana jedinica prodaje.

### **3.6.3. Mjere na temelju ekonomske dodane vrijednosti (EVA metoda)**

Mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju računovodstvenih podataka također se može kritizirati jer takav pristup ne opisuje realnu maksimizaciju dobiti dioničara. Naime, takav pristup ignorira trošak kapitala, tj. ne uključuje oportunitetni trošak. Iako poduzeće može imati solidne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor ne bi mogao bolje proći ulažući u neke druge, jednako rizične investicije. Osim toga, računovodstvenim podacima se može manipulirati, te im ne može vjerovati sa 100 postotnom sigurnošću.

Zato neki autori kao alternativnu metodu<sup>107</sup> predlažu mjerenje uspješnosti spajanja i preuzimanja na temelju ekonomske dodane vrijednosti (*economic value added* (EVA)). Ta metoda, koja ima sličnosti sa metodom mjerenja neto sadašnje vrijednosti, je u posljednje vrijeme privukla pažnju i praktičara i teoretičara. Ekonomska dodana vrijednost je u biti procijenjena realna dobit za promatranu godinu, te se obično znatno razlikuje od računovodstvene dobiti. Ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženog kapitala. Računovodstvena neto dobit je precijenjena jer ne oduzima trošak kapitala prilikom izračuna neto dobiti. Ekonomska dodana vrijednost ispravlja taj nedostatak.

---

<sup>107</sup> Yook, K. C. (2004): The measurement of post-acquisition performance using EVA. Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 1., No. 3., 441-449.

Kako vrijednost poduzeća ovisi o tome koliko budući novčani tokovi premašuju trošak kapitala, teoretski je ekonomska dodana vrijednost direktno povezana sa stvaranjem dobiti za dioničare. Ekonomska dodana vrijednost uzima u obzir rizik investicije koji se računa u trošak kapitala.

Ekonomska dodana vrijednost<sup>108</sup> = (Povrat na uloženi kapital – trošak kapitala) x (Uloženi kapital) = Operativna dobit poslije poreza – (Trošak kapitala) x (Uloženi kapital)

Ekonomska dodana vrijednost nije ništa drugo nego proširenje neto sadašnje vrijednosti (*net present value* – NPV). Neto sadašnja vrijednost projekta je projekcija sadašnje vrijednosti ekonomske dodane vrijednosti projekta za cijelo razdoblje projekta.

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t}$$

gdje je:

NPV neto sadašnja vrijednost investicije,

$EVA_t$  ekonomska dodana vrijednost investicije u godini t, investicija ima vremenski horizont n godina

$k_c$  je trošak kapitala

#### 3.6.4. Prethodna istraživanja modela mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja

Uz dosad obrađene metode mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja, uspješnost spajanja i pripajanja može se proučavati na temelju prethodnih istraživanja modela mjerenja uspješnosti spajanja i pripajanja. Navedena istraživanja obično u obzir uzimaju određene kriterije. Tako se može analizirati na temelju mjesta preuzimanja, odnosno na temelju toga da li se radi o domaćem ili stranom preuzimanju. Mogu se analizirati i načini financiranja preuzimanja, ali i prema sudionicima u provođenju preuzimanja pa se tako može proučavati da li preuzimanje provodi menadžment, poduzeće ili zaposlenici. Nadalje, može se analizirati veličina poduzeća koje se preuzima ili veličina poduzeća koje preuzima.

Ovakva istraživanja mogu biti vrlo korisna jer mogu dati uvid u stanje na tržištu, uvid u tipične pojavnosti prilikom spajanja i preuzimanja te u učinke samih spajanja i preuzimanja. No, kod takvih istraživanja bitno je odrediti varijable koje se proučavaju te ih treba

<sup>108</sup> Damodaran, A. (2006): *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business. Vol. 2. No. 2., 117-129.

proučavati u kontekstu samih poduzeća te u kontekstu nacionalne ekonomije i zakonskih regulativa neke države.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik, str. 14

## 4. OCJENA USPJEŠNOSTI SPAJANJA I PRIPAJANJA

### 4.1. Pojmovna, prostorna i vremenska definicija uzorka

U istraživanju će se ocjeniti uspješnost:

- pripajanja H1 Telekoma OT-Optima Telekomu
- spajanja Riječke banke d.d., Rijeka i Erste&Steiermarkische Banke d.d., Zagreb u Erste&Steiermarkische Rijeka
- preuzimanja Croatia osiguranja d.d. od strane Adris grupe d.d.

Nakon poslovne krize koja je Optima Telekom dovela u analizu mogućnosti pripajanja grupaciji HT, Optima Telekom je ipak uspio stabilizirati svoje poslovanje te tvrtka svoju buduću poslovnu priliku vidi u akviziciji H1 Telekoma koja je završena u srpnju 2017. godine. Nakon pripajanja ove dvije kompanije nastupaju udruženo kao jedna tvrtka koja predstavlja kvalitetnu opciju za sve korisnike telekomunikacijskih usluga. Ove dije tvrtke nakon zaključivanja pripajanja posluju pod nazivom Optima Telekom d.d.

Ovo pripajanje Optima Telekom interpretira kao mogućnost dugoročnog povećanja vrijednosti kompanije. Ocijenjeno je kako je ovo pripajanje formiralo jednu stabilnu i snažnu tržišno relevantnu tvrtku. Tvrtka je u fazi realizacije svih sinergijskih potencijala koji će osigurati povećanje poslovne efikasnosti i još uspješnije buduće poslovanje Optima Telekoma te se očekuje da će navedeno donijeti bitno veću vrijednost dioničarima. Financijska, organizacijska i pravna konsolidacija Optime i H1 omogućit će dodatno osiguranje stabilnosti poslovanja tih društava, ispunjavanje obveza prema korisnicima i zaposlenicima, ali i otplate duga svim vjerovnicima.

H1 Telekom kao pripojeno društvo pripojeno je Optima Telekomu kao društvu preuzimatelju prijenosom cjelokupne imovine, svih prava i obveza H1.<sup>110</sup> Kao naknadu za prenesenu cjelokupnu imovinu i sva prava i obveza društva H1, Optima se obvezao dioničarima H1 prenijeti dionice Optime u omjeru 1:0,75.<sup>111</sup>

---

<sup>110</sup> H1 Telekom i Optima Telekom postali jedna kompanija, [Internet], raspoloživo na: <http://www.bug.hr/vijesti/h1-telekom-optima-telekom-postali-jedna-kompanij/161555.aspx> [1. 8. 2018.]

<sup>111</sup> Ugovor o pripajanju, [Internet], raspoloživo na: [https://www.optima.hr/system/document/pdf/892/Ugovor\\_o\\_pripajanju.pdf](https://www.optima.hr/system/document/pdf/892/Ugovor_o_pripajanju.pdf) [1. 8. 2018.]



Erste&Steiermärkische Bank d.d., Rijeka pod tim je imenom posluje od 2003. godine, a nastala je spajanjem Riječke banke d.d., Rijeka i Erste&Steiermärkische Bank d.d., Zagreb. Obje ove banke imale su bitnu ulogu na hrvatskom financijskom tržištu. Riječka banka bila je osnovana 1954. te se razvila u vodeću banku Rijeke, Primorja i Istre. Erste&Steiermärkische Bank d.d., Zagreb nastala je 2000. spajanjem triju uspješnih regionalnih hrvatskih banaka: Bjelovarske, Trgovačke i Čakovečke banke.<sup>112</sup>

Danas Erste&Steiermärkische Bank d.d. posluje putem mreže od 132 poslovnice te 13 komercijalnih, 8 poduzetničkih i 9 profitnih centara. Krajem 2016. banka je imala tržišni udio od 14,16% prema visini aktive te je zauzimala treće mjesto na hrvatskom bankarskom tržištu. Erste banka je 2008. godine preuzela 100% vlasništva današnje Erste bank a.d. Podgorica u Crnoj Gori.<sup>113</sup>

Razvojna strategija Adrisa usmjerena je prema širenju poslovanja i to nezavisno da li širenje ima veze s njihovim trenutnim poslovanjem. Treba naglasiti kako je njihova razvojna strategija utemeljena na istraživanju tržišta i proučavanju tržišnog kretanja, a širenje poslovanja vide kroz dobre prilike na tržištu koje, na temelju dubinskih analiza, prepoznaju kao one s potencijalom, mogućnošću opstanka na tržištu i mogućnošću napretka. Kao što se može vidjeti iz predmetnog teksta, cilj ove grupacije nije širenje u vlastitoj branši i ulaganje u vlastitu branšu, već se njihova strategija temelji na prepoznavanju tržišnih prilika, odvagavanju usplativosti ulaganja te ulasku na nova tržišta i na nove sektore gospodarstva. Njihova poslovna strategija je u velikoj mjeri, odnosno gotovo u potpunosti umjerena na preuzimanje tvrtki koje imaju potencijal i koje se mogu razviti na tržištu. Pritom se biraju tvrtke koje su već postojeće na tržištu te koje imaju tradiciju, poslovnu prošlost i mogućnost poboljšanja poslovanja strateškim promjenama i uvođenjem drugačijeg modela upravljanja. Grupaciju zanimaju brendovi s potencijalom te je u njih spremna uložiti više u odnosu na konkurenciju.

Grupacija kao diverzifikaciju koristi preuzimanje, odnosno spajanje s već postojećim renomiranim tvrtkama na način da dio novca za otkup tih tvrtki uplati vlasniku, a dio uloži u

---

<sup>112</sup> Moćna mreža Erste banke, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/fsfd/> [2. 8. 2018.]

<sup>113</sup> Erste Group, Profil kompanije, [Internet], raspoloživo na: [https://www.erstebank.hr/content/dam/hr/ebc/www\\_erstebank\\_hr/misc/press/newsletter/2017-04-14%20HR%20Fact%20Sheet%20YE2016.pdf](https://www.erstebank.hr/content/dam/hr/ebc/www_erstebank_hr/misc/press/newsletter/2017-04-14%20HR%20Fact%20Sheet%20YE2016.pdf) [3. 8. 2018.]

njihov razvoj i unapređenje poslovanja. Ulaganja nisu jednokratna te tvrtka osim što otplaćuje traženi iznos za kupnju tvrtki, obvezuje se uložiti i u njihov razvoj te poboljšanje poslovanja. Razlog odabira takvog pristupa ulaganju je što na taj način tvrtka, zapravo, dobiva gotovu tvrtku koja može, pomoću strateškog upavljanja, poboljšati svoje poslovanje i postati konkurentnija na tržištu. Na taj način Grupacija ne mora od početka razvijati određeni biznis, suočavati se s izlaskom na tržište, proživljavati početne faze koje mogu biti rizične kada se ulazi na novo tržište i sl., već se ovakvim pristupom poslovanju sve to izbjeglo i Grupacija ulazi na već provjereno tržište.

Za Adris grupu je proširenje portfelja s osiguravateljskom kućom Croatia osiguranje iznimno dobar potez. Razlozi za to su broji. Među najvažnije razloge ubraja se činjenica da je Grupacija uočila slabljenje tržišta koje je primarno bilo u njihovom poslovanju, a kao posljedice brojnih zakonskih i poreznih čimbenika. Grupacija je shvatila da bi im profit na njihovom primarnom tržištu mogao opadati, a budući da je imala višak kapitala, ulaganje se nametnulo kao logično rješenje. Ulaganje u Croatia osiguranje djelomično je potaknuto analizom tržišta koja je pokazala da je takvo ulaganje isplativo te da će u budućnosti Grupaciji donijeti profit. No, takvo ulaganje je potaknuto i „željom“ da se uloži u renomiranu tvrtku te da se na taj način ojača tržišna pozicija Grupacije. Adris Grupa je Croatia osiguranju prilikom preuzimanja platila 7.412,25 kuna po dionici, a do preuzimanja je došlo 2014. godine.<sup>114</sup>

#### **4.2. Metodologija i opis analiziranih varijabli**

U istraživačkom dijelu rada analizirat će se prinosi dioničara prije i nakon preuzimanja i spajanja, odnosno analizirat će se dividenda. Dividenda je dio dobitka društva koji se dodjeljuje vlasniku dionice, tj. dioničaru kao naknada/plaćanje za njegov kapital. Može biti isplaćena u novčanom iznosu, u materijalnim vrijednostima i u obliku novih dionica.<sup>115</sup> Također, analizirat će se cijene dionica prije i nakon preuzimanja i spajanja.

Statistički će se prikazati i EBITDA. EBITDA ili dobit prije kamata, poreza i amortizacije je jedan od pokazatelja poslovne uspješnosti tvrtke koji uzima u obzir fiktivnu prirodu

---

<sup>114</sup> Adris, [Internet], raspoloživo na: <http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/objavljeni-dokumenti/2014-2/> [4. 8. 2018.]

<sup>115</sup> Poslovni dnevnik, Dividenda, [Internet], raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/leksikon/dividenda-646> [2. 8. 2018.]

amortizacije kao računovodstvene kategorije: EBITDA = dobit prije kamata i poreza (EBIT) + amortizacija.<sup>116</sup> Prikazat će se EBITDA prije i nakon preuzimanja i spajanja.

Ekonomska dodana vrijednost (EVA), također, će se analizirati u ovom radu. EVA je veličina profitabilnosti koja iz perspektive dioničara pokazuje stvara li poduzeće vrijednost. Prije svega, usmjerena je na povećanje ukupne profitabilnosti za dioničare.<sup>117</sup>

#### **4.3. Analiza uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća primjenom metoda prinosa dioničara, EBITDA i EVA metode**

U nastavku će tabelarno biti prikazane cijene dionica OT-Optima Telekoma prije i nakon srpnja 2017., odnosno prije i nakon pripajanja H1-Telekoma ovom poduzeću. Također, bit će prikazane cijene dionica godinu dana nakon pripajanja.

**Tablica 3: Prosječna cijena dionica OT-Optima Telekoma**

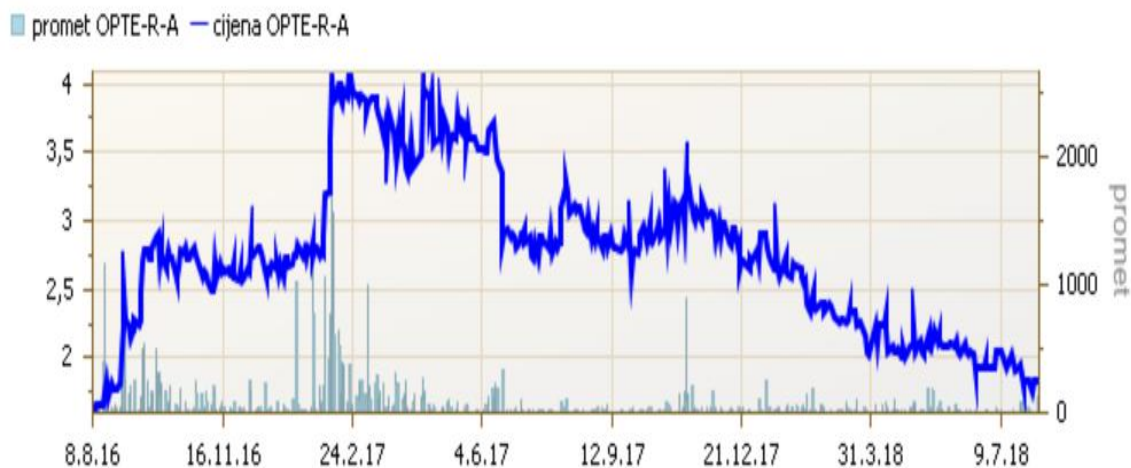
PERIOD	PROSJEČNA ZADNJA CIJENA DIONICA
1. 6. 2017. – 30. 6. 2017.	3,3 kn/dionica
1. 8. 2017. – 31. 8. 2017.	3,01 kn/dionica
9. 7. 2018. 7. 8. 2018.	1,89 kn/dionica

Izvor: Prilagođeno prema <http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1087>

Kao što se može vidjeti iz Tablice 3, cijene dionica su u promatranom periodu opadale te je u zadnjem promatranom razdoblju bila najniža cijena dionica OT-Optima Telekoma. Ako se navedeno usporedi s cijenom dionica H1-Telekoma, koja je prije pripajanja iznosila 1,7 kn/dionicu, uočava se da je prosječna cijena dionica OT-Optime Telekoma veća, vez obzira što je zabilježen trend pada cijene. Prije i nakon pripajanja H1-Telekoma dioničarima nisu isplaćene dividende. Zadnje su im dividende isplaćene 2015. godine.

<sup>116</sup> EBITDA, [Internet], raspoloživo na: <http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/dobit-prije-kamata-poreza-amortizacije-ebitda.html> [5. 8. 2018.]

<sup>117</sup> Ekonomska dodana vrijednost, [Internet], raspoloživo na: <http://kontroling-portal.eu/leksikon-pojmova/poslovanje/61-ekonomska-dodana-vrijednost> [5. 8. 2018.]



**Grafikon 1: Kretanje prometa i cijena dionica OT-Optima Telekoma kroz dvije godine**

Izvor: <https://www.mojedionice.com/trg/TehnickaAnaliza.aspx?sifSim=OPTE-R-A>

Da bi se mogli dobiti podaci u sklopu EBITDA i EVA, u tablici su prikazani osnovni financijski podaci za 2016. i 2017. godinu.

**Tablica 4: Osnovni financijski podaci OT-Optima Telekoma**

	Aktualno ttm/mrq*	Trenutni trend*	31.12. 2017	31.12. 2016
<b>Osnovni financijski podaci</b>				
Prihodi od prodaje	540,95 M 2/18	P	491,36 M	452,05 M
Poslovni prihodi	547,61 M 2/18	P	495,09 M	454,29 M
EBIT (oper.)	-49,76 M 2/18	P	-44,94 M	36,35 M
EBIT	-49,76 M 2/18	P	-44,94 M	36,35 M
Neto dobit	-67,88 M 2/18	P	-58,89 M	13,82 M
Neto dobit sveob.	-67,88 M 2/18	P	-58,89 M	13,82 M
Kapital i rezerve	2,05 M 2/18	P	19,40 M	45,87 M
Zadrž. dobit i rez.	-692,38 M 2/18	P	-675,04 M	-589,70 M
Aktiva	612,41 M 2/18	P	657,27 M	438,23 M
Broj zaposlenih	382 2/18	P	426	321
Kons. / revid.	da/ne	P	da/da	da/da
<b>Osnovni fundamentalni pokazatelji</b>				
P/S	0,24 2/18	P	0,26	0,28
P/E	-1,88 2/18	P	-2,17	9,25
P/B	62,31 2/18	P	6,59	2,79
BVPS	0,03 2/18	P	0,28	0,66
EPS	-0,98 2/18	P	-0,85	0,20

**Pokazatelji profitabilnosti**

**Pokazatelji likvidnosti**

**Pokazatelji zaduženosti**

**Ostali fundamentalni pokazatelji**

Izvor: <https://www.mojedionice.com/dionica/OPTE-R-A>

Kao što se može vidjeti u Tablici 4, EBIT je iz pozitivnog u 2016. postao negativan u 2017. godini. Podaci govore i o tome da je poduzeće u 2017. poslovalo s gubitkom u odnosu na 2016. godine. Zadržana dobit u obje promatrane godine, odnosno prije i nakon pripajanja H1-Telekoma bila je negativna. Ipak, zadržana dobit je bila više negativna u 2017. u odnosu na 2016. Pokazatelji profitabilnosti, likvidnosti, zaduženosti i ostali financijski pokazatelji govore ukazuju da je poduzeće nakon pripajanja lošije poslovalo u odnosu na razdoblje prije pripajanja.

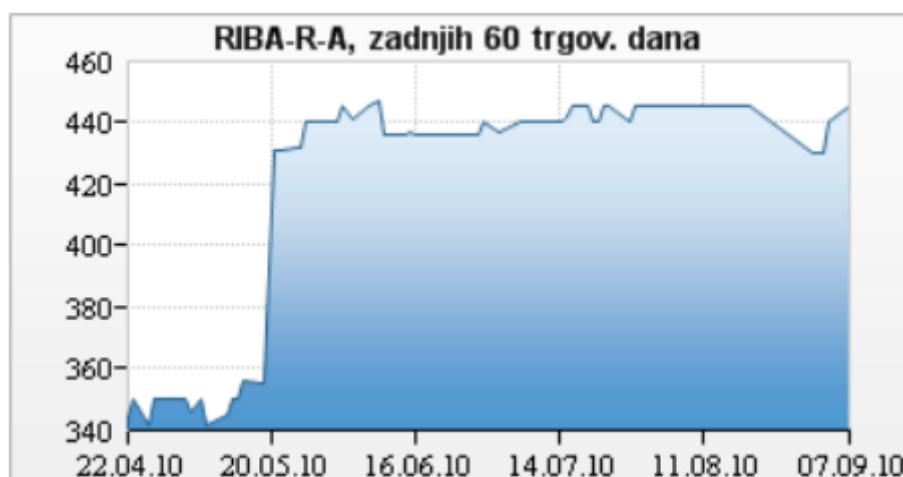
Erste banka je s trgovanjem sa svojim dionicama završila 2010. godine, a zadnje dividende isplatila je 2012. godine. Danas banka ima dva vlasnika, a Grafikon 2 prikazuje stanje prometa i cijena dionica Erste banke u zadnjem periodu trgovanja dionicama.



**Grafikon 2: Promet i cijene dionica Erste banke**

Izvor: <https://www.mojedionice.com/trg/TehnickaAnaliza.aspx?sifSim=OPTE-R-A>

Ono što treba naglasiti je da je cijena dionice prije spajanja bila 125 kuna/dioncu, a kod zadnjeg trgovanja cijena dionice je bila 450 kuna. Grafikon 3 prikazuje cijene dionica u zadnjih 60 dana trgovanja.



**Grafikon 3: Cijene dionica u zadnjih 60 dana trgovanja**

Izvor: <https://www.mojedionice.com/trg/IzvPovijestCijena.aspx?sifSim=RIBA-R-A>

Tablica 5 prikazuje osnovne financijske podatke Erste banke za 2016. I 2017. Godinu iz kojih se može iščitati EBITDA i EVA.

**Tablica 5: Osnovni financijski podaci Erste banke**

	Aktualno ttm/mrq*	Trenutni trend*	31.12. 2017	31.12. 2016
<b>Osnovni financijski podaci</b>				
Prihodi od prodaje	3.511,06 M 2/18	P	3.561,30 M	3.775,92 M
Poslovni prihodi	3.511,06 M 2/18	P	3.561,30 M	3.775,92 M
Neto dobit	1.035,96 M 2/18	P	533,72 M	874,40 M
Kapital i rezerve	8.455,07 M 2/18	P	8.049,98 M	7.753,27 M
Zadrž. dobit i rez.	4.954,70 M 2/18	P	4.549,62 M	4.252,91 M
Aktiva	67.059,52 M 2/18	P	65.924,91 M	65.604,15 M
Broj zaposlenih	3.507 2/18	P	3.726	3.316
Kons. / revid.	da/ne	P	da/da	da/da
<b>Osnovni fundamentalni pokazatelji</b>				
P/Aktiva	0,11 2/18	P	0,11	0,12
P/S	2,15 2/18	P	2,12	2,00
P/E	7,30 2/18	P	14,16	8,64
P/B	0,89 2/18	P	0,94	0,97
BVPS	497,82 2/18	P	473,97	456,50
EPS	61,00 2/18	P	31,42	51,48
<b>Pokazatelji profitabilnosti</b>				
<b>Pokazatelji likvidnosti</b>				
<b>Ostali fundamentalni pokazatelji</b>				

Izvor: <https://www.mojedionice.com/dionica/RIBA-R-A>

Podaci govore da je u promatranom periodu dobit Erste banke prije i nakon oporezivanja rasla. Također, pokazatelji profitabilnosti i likvidnosti kao i ostali financijski pokazatelji govore da je Erste banka stabilna na tržištu, odnosno da bilježi rast.

Cijene dionica Croatia osiguranja bile su najviše prilikom preuzimanja od strane Adris Grupe 2014. godine kada su bile veće od 7.000,00 kuna (Grafikon 4)



**Grafikon 4: Promet i cijene dionica Croatia osiguranja**

Izvor: <https://www.mojedionice.com/trg/TehnickaAnaliza.aspx?sifSim=CROS-R-A>

Podaci govore kako se dionicama Croatia osiguranja najviše trgovalo tijekom preuzimanja od strane Adris Grupe. Danas je cijena dionice Croatia osiguranja 5.900,00 kuna. Dividenda za dionice dioničarima je posljednji put isplaćena 2015. godine.

**Tablica 6: Osnovni financijski podaci Croatia osiguranja**

	Aktualno ttm/mrq*	Trenutni trend*	31.12. 2017	31.12. 2016
<b>Osnovni financijski podaci</b>				
Zarađene premije	2.869,41 M 2/18	P	2.720,05 M	2.651,72 M
Neto izvan. prihodi	95,52 M 2/18	P	100,96 M	38,26 M
EBIT (oper.)	343,40 M 2/18	P	202,54 M	218,90 M
EBIT	438,92 M 2/18	P	303,50 M	257,16 M
Neto dobit	366,43 M 2/18	P	253,10 M	175,83 M
Neto dobit sveob.	425,00 M 2/18	P	345,22 M	267,76 M
Kapital i rezerve	3.118,34 M 2/18	P	2.923,10 M	2.578,88 M
Zadrž. dobit i rez.	2.516,77 M 2/18	P	2.321,52 M	1.977,31 M
Aktiva	11.833,81 M 2/18	P	11.089,94 M	10.358,13 M

Broj zaposlenih	3.429 2/18	P	3.292	3.489
Kons. / revid.	da/ne	P	da/da	da/da
<b>Osnovni fundamentalni pokazatelji</b>				
P/S	0,88 2/18	P	0,93	0,96
P/E	6,92 2/18	P	10,02	14,42
P/B	0,81 2/18	P	0,87	0,98
BVPS	7.257,08 2/18	P	6.802,70	6.001,63
EPS	852,76 2/18	P	589,03	409,21
Izvor: <a href="https://www.mojedionice.com/trg/TehnickaAnaliza.aspx?sifSim=CROS-R-A">https://www.mojedionice.com/trg/TehnickaAnaliza.aspx?sifSim=CROS-R-A</a>				

Podaci govore da je neto dobit Croatia osiguranja u prošloj godini porasla u odnosu na 2016. Također, došlo je do rasta EBIT-a. Croatia osiguranje je povećalo i kapital i rezerve. Ovi podaci ukazuju da Croatia osiguranje bilježi bolje poslovne rezultate iz godine u godinu te da ostvaruje dobit nakon preuzimanja. Pokazatelji profitabilnosti i pokazatelji likvidnosti, također, govore da Croatia osiguranje bilježi iz godinu u godinu bolje poslovne rezultate te se očekuje da će se ovaj trend nastaviti.

U analizi na temelju koje su testirane postavljene hipoteze ostvarenih rezultata prije i poslije procesa spajanja i pripajanja našla su se tri slučaja.

To su:

- pripajanje H1 Telekoma OT-Optima Telekomu
- spajanje Riječke banke d.d., Rijeka i Erste&Steiermarkische Banke d.d., Zagreb u Erste&Steiermarkische Rijeka
- preuzimanje Croatia osiguranja d.d. od strane Adris grupe d.d.

Provedeno je testiranje dvije hipoteze na svakom od slučaja, a to su:

H1: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces bolja je nakon provedenog spajanja i pripajanja.

H2: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces spajanja i pripajanja postaje bolja s odmakom vremena.



**Tablica 7: Dobit prije poreza OT- Optima Telekom**

Godina promatranja	2015	2016	2017
Dobit prije poreza u kn ( 000 )	12.676	13.807	-70.500

Rezultati testiranja hipoteza na primjeru poduzeća OT- Optima Telekom su sljedeći:

H1: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces bolja je nakon provedenog spajanja i pripajanja nije ni prihvaćena ni odbačena iz razloga što je čest slučaj da poduzeće koje je preuzelo drugo poduzeće u godini preuzimanja ostvari gubitak zbog samog troška akvizicije koja je financirana kreditom, te zbog troškova integracije pripojenog poduzeća i načina na koji se akvizicija prikazuje u računovodstvenom smislu.

H2: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces spajanja i pripajanja postaje bolja s odmakom vremena nije ni prihvaćena ni odbačena iz razloga što je proteklo nedovoljno vremena da bi se vidjeli stvarni rezultati uspješnosti kroz vrijeme.

**Tablica 8: Dobit prije poreza Erste&Steiermarkische Rijeka d.d.**

Godina promatranja	2001	2002	2003	2004	2015	2016
Dobit prije poreza u kn (000)	93.737	112.830	211.302	364.137	933.000	1.213.000

Rezultati testiranja na primjeru poduzeća Erste&Steiermarkische Rijeka d.d. su sljedeći:

H1: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces bolja je nakon provedenog spajanja i pripajanja je prihvaćena, što je vidljivo iz tablice dobiti prije poreza gdje se vidi da je poduzeće bilježilo rast profitabilnosti od godine 2002. kada je provedeno spajanje s Riječkom bankom d.d., Rijeka.

H2: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces spajanja i pripajanja postaje bolja s odmakom vremena je prihvaćena što je vidljivo iz tablice 8. gdje se nakon spajanja 2002. iz godine u godinu bilježi porast profitabilnosti nastalog poduzeća Erste&Steiermarkische Rijeka d.d.

**Tablica 9: Dobit prije poreza Croatia osiguranje d.d.**

Godina promatranja	2014	2015	2016	2017
Dobit prije poreza u kn ( 000)	-513.422	67.054	93.720	184.525

Rezultati hipoteza provedeni provedeni nakon testiranja na primjeru poduzeća Croatia osiguranje d.d. su sljedeći:

H1: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces bolja je nakon provedenog spajanja i pripajanja je prihvaćena, što je vidljivo iz tablice 9. dobiti prije poreza gdje je vidljivo da je poduzeće Croatia osiguranje d.d. u 2014. godini, godini prije nego je preuzeto od Adris grupe d.d. ostvarilo gubitak, a u 2015. godini kada je provedeno preuzimanje ostvaruje dobitak te ga nastavlja ostvarivati i u narednim godinama.

H2: Profitabilnost poduzeća uključenih u proces spajanja i pripajanja postaje bolja s odmakom vremena je prihvaćena, što je prikazano u tablici 9., gdje se može uočiti da je poduzeće nastavilo ostvarivati sve veću dobit prije poreza nakon preuzimanja u 2015. godini te se može zaključiti da je profitabilnost poduzeća postala bolja s odmakom vremena.

Analiza i testiranje je izvršeno na relativno malom uzorku pa u pogledu konačnih rezultata treba biti oprezan. Daljnjim protekom vremena te promatranjem financijskih rezultata promatranih poduzeća u narednim godinama te ostvarivanjem novih spajanja i pripajanja uvelike bi pomoglo donošenju definitivnog zaključka o uspješnosti spajanja i pripajanja u hrvatskom gospodarstvu.

#### **4.4. Interpretacija dobivenih rezultata**

Istraživanje je pokazalo da se preuzimanja i spajanja mogu odvijati u istoj poslovnoj branši, ali i u različitim poslovnim granama. Kada se odvija preuzimanje i spajanje, obično se definiraju strateški ciljevi koji se ovom aktivnošću žele postići te se određuju rokovi u kojima se ti ciljevi trebaju realizirati. U tom kontekstu bitno je definirati realne i ostvarive ciljeve te odrediti poslovne modele koji mogu biti realizirani na način da donesu bolje poslovne rezultate tvrtkama koje sudjeluju u procesu spajanja ili preuzimanja.

Preuzimanje i spajanje veliki je izazov za obje tvrtke koje sudjeluju u tom procesu i zato je važno da menadžment tvrtki odluku o spajanju ili preuzimanju donese na temelju objektivnih činjenica i konkretnih vizija poduzeća u budućnosti. Preuzimanju i spajanju treba pristupiti odgovorno i strateški jer u protivnom takva aktivnost bi mogla biti pogubna za obje tvrtke, odnosno mogla bi dovesti u probleme oba poslovna subjekta.

Analiza je pokazala da dobrim pristupom, bez obzira što poduzeća ne dolaze iz iste industrije, preuzimanje i spajanje može biti vrlo uspješno za oba poduzeća. No, da bi se kvalitetno pristupilo ovom procesu, bitno je identificirati rizike, detaljno analizirati poduzeće koje se preuzima ili spaja, definirati dugoročne i kratkoročne ciljeve preuzimanja ili spajanja, u proces uključiti adekvatne ljudske resurse te sam proces provoditi sukladno interesima svih sudionika u procesu.

Ograničenje ovog istraživanja uspješnosti spajanja i pripajanja u Hrvatskoj sadržano je u činjenici da je provedeno na temelju studije slučaja ( tri slučaja). S obzirom na to, rezultate treba uzeti s određenom rezervom. Ipak, s obzirom na istraženo, s određenom sigurnošću se može reći da točno prikazuju stvarno stanje uspješnosti spajanja i pripajanja u hrvatskoj gospodarskoj praksi.

## 5. ZAKLJUČAK

Glavna tema ovog diplomskog rada je ocjena uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Ocjena uspješnosti se provela isključivo na temelju financijskih rezultata poduzeća prije i poslije spajanja i pripajanja.

Glavno mjerilo uspješnosti rezultata poslovanja poduzeća u ovom radu je ostvarena dobit poduzeća na kraju poslovne godine te praćenje financijskih rezultata uključenih poduzeća kroz duže vremensko razdoblje nakon provedenog spajanja ili pripajanja.

Istraživanje je provedeno na temelju tri slučaja spajanja i pripajanja poduzeća unutar Republike Hrvatske. Sva tri slučaja su bila poduzeća iz različitih industrijskih grana, a to su : telekomunikacijske usluge, bankarstvo teposlovi osiguranja. Postavljene su dvije hipoteze koje su se trebale dokazati kroz ta tri slučaja. Prva hipoteza je trebala dokazati da su poduzeća poslovala profitabilnije nakon provedenog spajanja i pripajanja, a druga hipoteza je trebala dokazati da je profitabilnost poduzeća uključenih u proces postajala bolja s odmakom vremena. Istraživanje i dokazivanje tih hipoteza je provedeno na način da se usporedila profitabilnost poduzeća godinu prije provedenog spajanja ili pripajanja, zatim u godini kad se dogodilo spajanje te određeni broj godina nakon provedenog procesa. Treba napomenuti da se u jednom slučaju pripajanje dogodilo u 2017. godini te nije bilo moguće dokazati hipoteze da li je ono uspješno provedeno jer još uvijek ne postoje objavljeni financijski izvještaji za godinu nakon pripajanja jer poslovna godina još nije završena.

Istraživanje rezultata uspješnosti spajanja i pripajanja u hrvatskoj gospodarskoj praksi na temelju ova tri slučaja pokazuje da su na dva primjera hipoteze da je poduzeće poslovalo profitabilnije nakon provedenog spajanja i pripajanja te da je profitabilnost bila bolja s odmakom vremena dokazane i prihvaćene, a za treći slučaj nisu mogle biti ni prihvaćene ni odbačene zbog toga što je pripajanje provedeno tek nedavno pa nije moguće provjeriti profitabilnost nakon provedbe procesa pripajanja.

## LITERATURA

1. Adris, [internet] raspoloživo na: <http://www.adris.hr/odnosi-s-javnoscju/odnosi-s-investitorima/objavljeni-dokumenti/2014-2/> [11. 7. 2018.]
2. Agarwal, R., Anand, J. i Croson, R. (2004): Do Pre-Acquisition Alliances Help in Post-Acquisition Coordination: An Experimental Approach, [http://www.business.uiuc.edu/agarwalr/Agarwal%20Anand%20Croson%20March\\_05.pdf](http://www.business.uiuc.edu/agarwalr/Agarwal%20Anand%20Croson%20March_05.pdf)
3. Ahern, K. R. (2009): The returns to repeat acquirers, [Internet], raspoloživo na: <http://webuser.bus.umich.edu/kenahern/Ahern.RRA.pdf> [27. 7. 2018.]
4. Aktas, N., de Bodt, E., Roll, R. (2009): Learning, hubris and corporate serial acquisitions. Journal of Corporate Finance, [Internet], raspoloživo na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [27. 7. 2018.]
5. Akvizicije, kako preuzeti drugu tvrtku, a ne pogriješiti, <https://lider.media/znanja/akvizicije-kako-preuzeti-drugu-tvrtku-ne-pogrijesiti/>
6. Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001): New Evidence and Perspectives on Merger. Journal of Economic Perspectives, 15 (2). [http://www.ifm.wi.tum.de/files/courses/ss04/empirical\\_corporate\\_finance/emprical\\_cf\\_andrade\\_et\\_al.pdf](http://www.ifm.wi.tum.de/files/courses/ss04/empirical_corporate_finance/emprical_cf_andrade_et_al.pdf)
7. Brealey, A. R., Myers, C. S. (1991): Principles of Corporate Finance, US, McGraw-Hill
8. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus A. J. (2007): Osnove korporativnih financija. MATE, Zagreb
9. Broj spajanja i preuzimanja pada u regiji, ali raste u Hrvatskoj, [Internet], raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/trziste-kapitala/broj-spajanja-i-preuzimanja-pada-u-regiji-ali-raste-u-hrvatskoj/> [2. 8. 2018.]
10. Bruner, R. F. (2001): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, University of Virginia., [http://starlightenergy.org/Brunner\\_at\\_Darden\\_on\\_M\\_A\\_Success.pdf](http://starlightenergy.org/Brunner_at_Darden_on_M_A_Success.pdf)
11. Cassiman, B., Colombo, M. G. (2006): Mergers and Acquisitions the Innovations impact Edward Elgar, US, Northampton
12. Cirkveni, T. (2008): Računovodstvo pripajanja i spajanja društava s ograničenom odgovornošću, RAČUNOVODSTVO, REVIZIJA I FINACIJE, (10)

13. Clark, K., Ofek, E.(1994): Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, [Internet], raspoloživo na: <http://www.jstor.org/pss/2331109> [1. 8. 2018.]
14. Collins, J. D. et al. (2008): Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1321082](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1321082) [20. 7. 2018.]
15. Croci, E., Petmezas, D. (2009): Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions, [Internet], raspoloživo na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [22. 7. 2018.]
16. Čalo, D. (2011): Utjecaj akvizicija na promjene u upravljačkoj i organizacijskoj strukturi poduzeća, Magistarski rad, Zagreb
17. Čulinović-Herc, E., Zubović, A. (2015): Analiza postupaka preuzimanja u poslijepristupnom periodu i uočena regulatorna pitanja, PRAVNI ASPEKTI KORPORATIVNIH AKVIZICIJA I RESTRUKTURIRANJE DRUŠTAVA UTEMELJENIH NA ZNANJU, rad u pripremi br.2, HRZZ PROJEKT 9366/2015.,[Internet], raspoloživo na: <http://www.croatiamergers.eu/wp-content/uploads/2015/10/Analiza-postupaka-preuzimanja-u-poslijepristupnom-periodu-i-uo%C4%8Dena-regulatorna-pitanja.pdf> [02.02.2018]
18. Damodaran, A. (2006): Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
19. Damodaran, A. Acquisitions and takeovers, [Internet], raspoloživo na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [22. 7. 2018.]
20. Dee, C. C., Lulseged, A., Nelson, J. (2009): Acquirers' abnormal returns, acquirer size, and the auditor clientele effect, American Accounting Association Annual meeting. [Internet], raspoloživo na: [http://leeds-faculty.colorado.edu/huichen/Papers/Carol\\_Deepdf](http://leeds-faculty.colorado.edu/huichen/Papers/Carol_Deepdf) [15. 7. 2018.]
21. Drucker, P. (1981) The Five Rules of Successful Acquisition, *Wall Street Journal*, October 13th str. 22
22. Družić, A. (1999): Spajanja i preuzimanja (Mergers&Aquisitions) kao dio poslovne strategije, *Ekonomski pregled*, 50 (9), str. 1011

23. Dutta, S., Jog, V. (2007): The Long Term Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly  
[http://www.fma.org/Texas/Papers/MnA\\_LTperformance\\_FMA2008.pdf](http://www.fma.org/Texas/Papers/MnA_LTperformance_FMA2008.pdf)
24. EBITDA, [internet] raspoloživo na:  
<http://www.ekonomskirjecnik.com/definicije/dobit-prije-kamata-poreza-amortizacije-ebitda.html> [11. 7. 2018.]
25. Eckbo, E. i Thorburn, K. S. (2000): Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, 35 (1).  
<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/karin.thorburn/publications/EckboThorburnJFQA00.pdf>
26. Eckbo, E., Thorburn, K. S. (2000): Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, 35 (1). [Internet], raspoloživo na:  
<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/karin.thorburn/publications/EckboThorburnJFQA00.pdf> [22. 7. 2018.]
27. Ekonomska dodana vrijednost, [internet] raspoloživo na: <http://kontroling-portal.eu/leksikon-pojmova/poslovanje/61-ekonomska-dodana-vrijednost> [10. 8. 2018.]
28. Erste Group, Profil kompanije, [internet] raspoloživo na:  
[https://www.erstebank.hr/content/dam/hr/ebc/www\\_erstebank\\_hr/misc/press/newsletter/2017-04-14%20HR%20Fact%20Sheet%20YE2016.pdf](https://www.erstebank.hr/content/dam/hr/ebc/www_erstebank_hr/misc/press/newsletter/2017-04-14%20HR%20Fact%20Sheet%20YE2016.pdf) [5. 8. 2018.]
29. Grgić, M., Filipović, D., Grgić, K. (2017): VAŽNOST KOMUNIKACIJE U PROCESU SPAJANJA I PREUZIMANJA PODUZEĆA: EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE U BELGIJI, ČEŠKOJ, FRANCUSKOJ, MAĐARSKOJ I REPUBLICI HRVATSKOJ, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 15(1), str. 15-26.
30. H1 Telekom i Optima Telekom postali jedna kompanja, [internet] raspoloživo na:  
<http://www.bug.hr/vijesti/h1-telekom-optima-telekom-postali-jedna-kompanij/161555.aspx> [1. 8. 2018.]
31. Halebian, J., Finkelstein S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective.

- Administrative Science Quarterly 44. [Internet], raspoloživo na: [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m4035/is\\_1\\_44/ai\\_54482492/](http://findarticles.com/p/articles/mi_m4035/is_1_44/ai_54482492/) [3. 8. 2018.]
32. Halebian, J., Finkelstein S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. Administrative Science Quarterly, 44. [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m4035/is\\_1\\_44/ai\\_54482492/](http://findarticles.com/p/articles/mi_m4035/is_1_44/ai_54482492/)
33. Halebian, J., Kim, J., Rajagopalan, N. (2006): The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry. Academy of Management Journal 49 (2). [Internet], raspoloživo na: [http://faculty.fuqua.duke.edu/~willm/Classes/PhD/PhD\\_2008\\_2009\\_LongStrat/Readings/Class07\\_Learning/haleblian&rajagopalan\\_acqexper\\_amj06.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~willm/Classes/PhD/PhD_2008_2009_LongStrat/Readings/Class07_Learning/haleblian&rajagopalan_acqexper_amj06.pdf) [11. 7. 2018.]
34. Harding, D., Rovit, S. (2004): Preuzimanje i spajanje poduzeća. Masmedia., Zagreb
35. Hayward, M. L. A. (2002): When do Firms Learn from their Acquisition Experience: Evidence from 1990 – 1995. Strategic Management Journal, 23. [Internet], raspoloživo na: <http://www.jstor.org/pss/3094272> [3. 8. 2018.]
36. Healy, P. M., Palepu, K. G., Ruback, R. S. (1992): Does Corporate Performance Improve after Mergers? Journal of Financial Economics, Vol 31, [http://www.nber.org/papers/w3348.pdf?new\\_window=](http://www.nber.org/papers/w3348.pdf?new_window=)
37. Henry D., Jespersen F. F. (2002): Mergers: why most big deals don't pay off. Business Week, <http://www.latrobefinancialmanagement.com/Research/Accounting/Mergers%20Why%20Most%20Big%20Deals%20Don%27t%20Pay%20Off.pdf>
38. Higgins, M. J., Rodriguez, D. (2005): The outsourcing of R&D through acquisitions in the pharmaceutical industry, [http://tiger.gatech.edu/files/gt\\_tiger\\_outsourcing.pdf](http://tiger.gatech.edu/files/gt_tiger_outsourcing.pdf)
39. JETRO (2002): International Business Alliances, Vol. 8, No.2
40. Kada se odlučiti na spajanje tvrtki i kako ga provesti, <https://lider.media/znanja/kada-se-odluciti-na-spajanje-tvrtki-i-kako-ga-provesti/>
41. Kitching, J. (1967): Why Do Mergers Miscarry. Harvard Business Review, Vol 45.
42. Kraussl, R., Topper, M. (2006): Size Does Matter - Firm Size and the Gains from Acquisitions on the Dutch Market Vrije Universiteit Amsterdam, [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=929009](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929009) [2. 7. 2018.]



43. Kurylo, D. (2007): European Management Buyouts 1999-2003: Performance and Value Effects, Aarhus School of Business.  
[http://research.asb.dk/ws/fbspretrieve/2410/KURYLO\\_1.pdf](http://research.asb.dk/ws/fbspretrieve/2410/KURYLO_1.pdf)
44. Kusewitt, J. B. (1985): An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. Strategic Management Journal Vol 6, [Internet], raspoloživo na: <http://www3.interscience.wiley.com/journal/113454982/abstract> [22. 7. 2018.]
45. Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi Ekonomski pregled, 57(1-2), str. 64-79
46. Leksikon menadžmenta (2001): Masmedia, Zagreb
47. Linn, S. C., Switzer, J. A. (2001): Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? Journal of Banking and Finance, [Internet], raspoloživo na: <http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v25y2001i6p1113-1138.html> [22. 7. 2018.]
48. Loderer, C., Martin, K. (1992): Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. Financial
49. Lowinski, F., Schiereck, D. i Thomas, R. W. (2004): The Effect of Cross Border Acquisitions on Shareholder Wealth – Evidence from Switzerland [http://www.fmpm.ch/docs/7th/Papers\\_SGF\\_2004/SGF734b.pdf](http://www.fmpm.ch/docs/7th/Papers_SGF_2004/SGF734b.pdf)
50. Management 21 (3), [Internet], raspoloživo na: [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m4130/is\\_n3\\_v21/ai\\_13884406/](http://findarticles.com/p/articles/mi_m4130/is_n3_v21/ai_13884406/) [22. 7. 2018.]
51. Mantravadi, P., Reddy, V. (2008): Relative Size in Mergers and Operating Performance – Indian Experience. International Research Journal of Finance and Economic, [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1082787](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1082787) [2. 8. 2018.]
52. Martynova, M., Oosting, S. i Renneboog, L. (2006): The long-term operating performance of European mergers and acquisitions ECGI Working Paper Series in Finance. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=944407](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407)
53. Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L. (2006): The long-term operating performance of European mergers and acquisitions, ECGI Working Paper Series in Finance. [Internet], raspoloživo na: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=944407](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407) [5. 8. 2018.]

54. Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, XXIV(1), str. 11-32.
55. Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji, *Izvorni znanstveni članak, Ekonomski Vjesnik*, str. 14
56. Moćna mreža Erste banke, [internet] raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/fsfd/> [20. 7. 2018.]
57. Moeller, S. B., Schlingemann F. P., Stulz, R. M. (2004): Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, [Internet], raspoloživo na: <http://jfe.rochester.edu/03289.pdf> [23. 7. 2018.]
58. Moj bankar, [Internet], raspoloživo na: <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/S/Spajanje-poduze%C4%87a> [23. 7. 2018.]
59. Moje dionice, [internet] raspoloživo na: <https://www.mojedionice.com/start/Start.aspx> [20. 7. 2018.]
60. Narayanan, M. P., Nanda V. K. (2007): *Financije za strateško odlučivanje*. MATE, Zagreb
61. Novak, B. (2000) Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava, *Ekonomski vjesnik* br. 112 (13), 23-34.
62. Parivodić, M. (2003): *Pravo međunarodnog franšizinga*. Službeni glasnik. str. 32.
63. Pervan, M., Višić, J., Barnjak, K. (2015): The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia, *Procedia Economics and Finance*, (23), str. 1451-1456.
64. Phelan, S. E., Alder, G. S. (2006): The effects of personality and experience on resource acquisition performance: an experimental study. *Journal of Entrepreneurship Education*, [Internet], raspoloživo na: [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_6945/is\\_9/ai\\_n28443309/](http://findarticles.com/p/articles/mi_6945/is_9/ai_n28443309/) [4. 8. 2018.]
65. Phelan, S. E., Mantecon, T. (2005): Acquisition performance: experience or competence?, [Internet], raspoloživo na: <http://faculty.unlv.edu/phelan/Research/JABE%20Paper.pdf> [2. 8. 2018.]
66. Poslovni dnevnik, Dividenda, [internet] raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/leksikon/dividenda-646> [5. 8. 2018.]

67. Pregled djelovanja Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja; [Internet], raspoloživo na: [http://www.aztn.hr/uploads/documents/tn/godisnja\\_izvjesca/godisnje\\_izvjesce\\_AZTN\\_3.1999-4.2000.pdf](http://www.aztn.hr/uploads/documents/tn/godisnja_izvjesca/godisnje_izvjesce_AZTN_3.1999-4.2000.pdf) [20. 7. 2018.]
68. Pripajanje i spajanje društva s ograničenom odgovornošću u Republici Hrvatskoj, <https://vaic.hr/novosti-i-publikacije-hr/pripajanje-i-spajanje-drutava-s-ogranicenom-odgovornocu-u-republici-hrvatskoj/>
69. Ramaswamy, K. P., Waagelein, J. F. (2003): Firm Financial Performance Following Mergers. Review of Quantitative Finance and Accounting Vol 20, [Internet], raspoloživo na: <http://www.springerlink.com/content/g57520k157183566/> [3. 8. 2018.]
70. Rječnik, [Internet], raspoloživo na: <http://wmd.hr/rjecnik-pojmovi-a/web/akvizicija-poduzeca/> [25. 8. 2018.]
71. Roll, R. (1986): The Hubris Hypotesis of Corporate Takeovers. Journal of Business, 59, (2). [http://web.econ.unito.it/bortolotti/aste/materiale\\_didattico/roll.pdf](http://web.econ.unito.it/bortolotti/aste/materiale_didattico/roll.pdf)
72. Rupčić, N. (2002): Ekonomske implikacije poslovnih spajanja i preuzimanja - osnovica antitrustnog gospodarstva, Ekonomski vijesnik br. 1 i 2 (15), 71-79.
73. Sikavica, P., Novak, M. (1999): Poslovna organizacija. Informator, Zagreb
74. Singer, S. (2003): Franšiza kao poduzetnička strategija. Glas slavonske. Str. 1
75. Sirower, M. L. (1997): The synergy trap: How companies lose the acquisition game. Free Press, New York,
76. Škuflić, L., Šokčević, S. (2016): UČINCI PREUZIMANJA I SPAJANJA PODUZEĆA U HRVATSKOM GOSPODARSTVU, Knowledge based sustainable economic development, International scientific conference - ERAZ 2016, Beograd, Srbija, str.97-107.
77. Thompson, J. (2001): Strategic management, Fourth Edition, London
78. Tipurić, D. i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb
79. Tipurić, D., Markulin, G. (2002): Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti, Sinergija, Zagreb
80. Tsai, M., Chang S. (2007): The Effect of Prior Bidder-Target Alliance Experiences on Post-acquisition Performance of Bidders, FMA Annual Meeting Program. [http://www.fma.org/Orlando/Papers/Effect\\_of\\_Alliance\\_on\\_Acquisition.pdf](http://www.fma.org/Orlando/Papers/Effect_of_Alliance_on_Acquisition.pdf)

81. Ugovor o pripajanju, [internet] raspoloživo na:  
[https://www.optima.hr/system/document/pdf/892/Ugovor\\_o\\_pripajanju.pdf](https://www.optima.hr/system/document/pdf/892/Ugovor_o_pripajanju.pdf) [2. 8. 2018.]
82. Van Horne, J. C. (1997): Financijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb
83. Vukšić, Z. (2016): Porezno i računovodstveno motrište prijenosa poslovanja, POREZNI VJESNIK, 25 (6), str.98-120.
84. Wallacew, W., Moles, P. (2016): MERGERS AND AQUISITIONS, Edinburgh Business School, Heriot-Watt University Edinburgh, United Kingdom
85. Wang, D., Moini, H. (2012): Performance assessment of mergers and acquisitions: Evidence from Denmark, E-Leader Berlin-2012, Berlin, Njemačka, str.1-15.
86. Weinberg, M. (2007): The Price Effects of Horizontal Mergers: A Survey – CEPS, [Internet], raspoloživo na:  
<http://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/140weinberg.pdf> [28. 8. 2018.]
87. Yook, K. C. (2004): The measurement of post-acquisition performance using EVA. Quarterly Journal of Business and Economics, [http://goliath.ecnext.com/coms2/gi\\_0199-3890462/The-measurement-of-post-acquisition.html](http://goliath.ecnext.com/coms2/gi_0199-3890462/The-measurement-of-post-acquisition.html)
88. Zelenika, R. (1998): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka
89. Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka, [Internet], raspoloživo na:  
<https://www.scribd.com/doc/24126027/Metodologija-i-Tehnologija-Ratko-Zelenika> [02.02.2018]
90. Ziegenbein, K. (2008): Kontroling. RRiF-plus, Zagreb
91. Ziegenbein, K. (2008): Kontroling. RRiF-plus, Zagreb.

## POPIS SLIKA

Slika 1: Klasifikacija spajanja i preuzimanja .....	15
Slika 2: Spajanja i akvizicije u svijetu 2004-2008 .....	34
Slika 3: Roland Bergerov model akvizicijskog procesa.....	40
Slika 4: Razlozi i problemi akvizicija .....	45

## POPIS TABLICA

Tablica 1: Motivi preuzimanja .....	36
Tablica 2: Financiranje dugom i moguće povećanje rizika za dioničare .....	47
Tablica 3: Prosječna cijena dionica OT-Optima Telekoma .....	59
Tablica 4: Osnovni financijski podaci OT-Optima Telekoma .....	60
Tablica 5: Osnovni financijski podaci Erste banke .....	62
Tablica 6: Osnovni financijski podaci Croatia osiguranja .....	63
Tablica 7: Dobit prije poreza OT- Optima Telekom .....	65
Tablica 8: Dobit prije poreza Erste&Steiermarkische Rijeka d.d. ....	65
Tablica 9: Dobit prije poreza Croatia osiguranje d.d. ....	66

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Kretanje prometa i cijena dionica OT-Optima Telekoma kroz dvije godine .....	60
Grafikon 2: Promet i cijene dionica Erste banke.....	61
Grafikon 3: Cijene dionica u zadnjih 60 dana trgovanja.....	62
Grafikon 4: Promet i cijene dionica Croatia osiguranja .....	63

## SAŽETAK

Spajanja i akvizicije nastaju kada se pogonska poduzeća stapaju (stapanje) ili preuzimaju kontrolu (akvizicije) cjelokupnog ili djelomičnog poslovanja drugih poduzeća. Međunarodna spajanja i akvizicije su ona spajanja i akvizicije koje su stvorene između poduzeća različitog nacionalnog podrijetla ili zemalja domaćina. Spajanje je kombinacija dvaju ili više pogona u stvaranju zajedničkih ciljeva. Jednom, kada su pogoni povezani, kupljena kompanija može prestati postojati, tako da kompanija kupac integracije preuzme aktivu i pasivu kupljene kompanije (zakonsko spajanje) ili da kupljena kompanija postane stopostotna podružnica matične kompanije (područno spajanje). Isto se tako dvije kompanije ili više njih mogu udružiti da bi osnovale novu kompaniju. U tom slučaju sve kompanije sudionice spajanja prestaju postojati, a njihovi dioničari postaju dioničarima nove kompanije (konsolidacija). Istraživanje provedeno u ovom radu je pokazalo da uspješno spajanje i preuzimanje nije nužno povezano s time da li poduzeća posluju u istom sektoru, već da je povezano s dobro planiranim i definiranim pristupom spajanju ili preuzimanju.

Ključne riječi: hrvatsko gospodarstvo, preuzimanje, rizici spajanja i preuzimanja, spajanje



## **ABSTRACT**

Mergers and acquisitions arise when power companies merge (merge) or take control of (acquisitions) of the entire or partial business of other companies. International mergers and acquisitions are those mergers and acquisitions that are created between companies of different national origins or host countries. Merging is a combination of two or more drives in creating common goals. Once the plants are connected, the acquired company may cease to exist, so that the integration customer company takes over the asset and liability of the acquired company (legal merger) or that the acquired company becomes a wholly-owned subsidiary of the parent company. Similarly, two or more companies can merge to establish a new company. In this case, all merger companies cease to exist and their shareholders become new company shareholders (consolidation). The research carried out in this paper has shown that successful mergers and acquisitions are not necessarily related to whether companies operate in the same sector but are linked to a well-planned and defined merger approach or take-over approach.

Key words: Croatian economy, takeover, risks of mergers and acquisitions, merger